

Document de travail n° 75

La politique budgétaire entre sauvegarde et relance

Ce document de travail a été réalisé
par l'équipe de Rexecode

Rexecode

Centre de Recherche pour l'Expansion de l'Economie et le Développement des Entreprises

Rexecode : association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 - Siret : 784 361 164 00030 - APE 9412Z
Siège social : 29 avenue Hoche - 75008 PARIS - Tél. (33) 01 53 89 20 89 - www.rexecode.fr - [www.twitter.com/Rexecode](https://twitter.com/Rexecode)

La politique budgétaire entre sauvegarde et relance

| | |
|--|----|
| Résumé et principales conclusions | 5 |
| Présentation | 9 |
| 1. Jusqu'où ira le rebond de l'activité ? | 15 |
| 2. Peut-on espérer une reprise prochaine de l'emploi ? | 19 |
| 3. Quel sera le rythme de la croissance d'après ? | 23 |
| 4. La stratégie économique et de finances publiques du gouvernement | 27 |
| 5. La réalité derrière les annonces | 35 |
| 6. Que faut-il attendre des plans européens ? | 43 |
| 7. Faut-il en faire plus pour la demande ? | 47 |
| 8. Fallait-il baisser les impôts de production ? | 51 |
| 9. Faut-il aller plus loin dans le renforcement des fonds propres des entreprises ? | 55 |
| 10. Faut-il avoir peur de la dette publique ? | 59 |

La politique budgétaire entre sauvegarde et relance

Résumé et principales conclusions

Ce document de travail présente notre analyse des hypothèses économiques et des mesures du projet de loi de finances pour 2021, ainsi que nos propositions pour un renforcement de la relance.

Plutôt qu'un exposé détaillé des mesures proposées dans le projet de loi de finances 2021, nous avons dans ce dossier privilégié la discussion autour de dix questions qui sont aujourd'hui en débat. Six d'entre elles portent sur les hypothèses économiques et la stratégie qui sous-tend la politique économique affichée dans le projet de loi de finances. Quatre autres questions portent sur les mesures principales de mise en œuvre de cette stratégie : Faut-il en faire plus pour la demande ? Fallait-il baisser les impôts de production ? Faut-il aller plus loin dans le renforcement des fonds propres des entreprises ? Faut-il avoir peur de la dette publique ? La discussion de ces questions dans les documents 7 à 10 nous conduit à formuler plusieurs propositions pour mieux assurer la relance mais aussi pour renforcer de façon structurelle l'économie française.

Nos analyses

- Les hypothèses économiques du projet de loi de finances 2021, soit un recul du PIB de 10 % en 2020 puis un rebond de 8 % en 2021, sont proches du consensus et proches de nos propres perspectives (-9 %, +7 %).
- Ces prévisions avaient été établies début septembre. Elles intégraient la perspective de la persistance de la Covid mais pas au niveau constaté depuis, et elles ne pouvaient pas prendre en compte les nouvelles mesures restrictives. Nous ne remettons pas en cause ces perspectives au stade actuel, mais la menace d'une révision en baisse doit être envisagée.
- **De fortes divergences existent entre les prévisionnistes sur les perspectives d'emploi** au cours des prochains trimestres : -920 000 emplois en 2020, +435 000 en 2021 pour le gouvernement ; -710 000 en 2020, -57 000 en 2021 selon nos prévisions.
- Au-delà de 2021, **le rythme tendanciel de « la croissance d'après » sera probablement affaibli** par rapport aux tendances antérieures. Cette perspective renforce la légitimité des mesures de soutien structurel de la croissance potentielle déjà prises (baisse des cotisations sociales, réforme de la fiscalité du capital, lois travail) ainsi que l'orientation des mesures nouvelles inscrites dans le projet de loi de finances.
- **Le déficit public a augmenté de 3,0% du PIB en 2019 à 10,2 % du PIB en 2020**, et il serait encore de 6,7 % du PIB en 2021 selon le projet de loi de finances. Une partie de ces déficits inédits s'explique par les pertes de recettes, une partie par les dépenses nouvelles impliquées par la crise sanitaire et le soutien de l'activité.
- **Le gouvernement a beaucoup communiqué sur deux chiffres clés** : 470 milliards d'euros qui traduiraient les mesures d'urgence, et 100 milliards d'euros pour le « plan de relance ». Ces chiffres sont le résultat d'additions de données qui ne concernent pas tous les budgets publics, ni la seule année 2021. Une appréciation de l'impact du plan de relance sur l'économie passe par une analyse économique détaillée des mesures. **Notre analyse conduit à estimer le volume ex ante des mesures de 2020**

à 65 milliards d'euros, et le volume ex ante des mesures de 2021 à 36 milliards d'euros.

- Le résultat attendu des mesures du plan de relance, intégré dans nos perspectives de croissance pour 2021, est de l'ordre de 1 point de PIB. L'impact se poursuivrait au-delà et serait même un peu supérieur en 2022 et 2023 (par rapport aux perspectives hors mesures). **L'impact durable à moyen-long terme résulterait principalement de la baisse des impôts de production.** On peut l'évaluer à un **supplément de PIB de 0,3 point en 2025 et de 0,5 point en 2030.**

Nos propositions

- Une idée quelquefois avancée est que les « mesures de demande » du plan de relance seraient insuffisantes. Cette idée nous semble reposer sur une distinction relativement artificielle entre des mesures dites de demande et des mesures dites d'offre. La réalité est que la plupart des mesures d'offre, dès lors qu'elles ne sont pas financées par un prélèvement fiscal, sont génératrices de demande avant même leurs effets sur l'offre. De ce point de vue, **les mesures de demande de 2020 et 2021 sont à un niveau très élevé.**

- La création d'un « chèque-vert » a été formulée afin de distribuer du pouvoir d'achat en ciblant la dépense sur des dépenses dites « vertes ». Notre analyse est que la confusion des objectifs nuirait à l'efficacité de la mesure. **S'il fallait à court terme stimuler un peu plus la consommation, notre préférence irait vers la création d'une aide sans usage spécifique (un « chèque-solidarité » ?) mais ciblé sur la population la plus en situation de précarité.** Le ciblage pourrait se fonder sur l'absence de revenus ou être délégué aux associations d'aides aux personnes en grande difficulté.

- **La mesure de réduction des impôts de production est une mesure nécessaire et efficace.** Elle contribuera, après la baisse des charges sociales, à stabiliser et à renforcer la compétitivité de l'économie française. A court terme, la modalité retenue nous semble la plus adaptée dans la mesure où elle concerne toutes les entreprises y compris les PME. **Il reste néanmoins des écarts importants à combler** avec nos principaux partenaires, et de **nouvelles baisses devront être envisagées, notamment concernant la C3S** qui est un impôt en cascade et distorsif.

- **Le projet de loi de finances affiche l'objectif de renforcement des fonds propres** des entreprises pour soutenir l'investissement et propose pour cela de garantir à hauteur de 2 milliards d'euros des « prêts participatifs » aux PME et aux ETI et la création d'un label d'encouragement à des fonds d'investissements alternatifs. **Ces mesures nous paraissent trop limitées dans leurs modalités et leur montant.** Nous proposons pour notre part deux dispositifs relativement disruptifs concernant le renforcement des fonds propres des entreprises.

- La première mesure serait le **développement de véritables prêts participatifs** afin d'éviter le « mur des remboursements ». Il s'agirait de **prêts sans échéance fixée dont les remboursements seraient indexés sur les résultats futurs.** Ces prêts seraient comme les PGE garantis par l'Etat.

- Une seconde mesure consisterait à **ouvrir largement l'investissement dans des entreprises non cotées à l'épargne privée moyenne.** Il est nécessaire pour cela de neutraliser le risque de ce type d'investissement par une garantie publique de la

valeur des parts du fond. Nous proposons donc la création de **fonds de rendement à capital garanti**. L'épargne des ménages est abondante mais la priorité pour l'épargnant est d'assurer la conservation de son capital. L'investissement productif est de son côté risqué. Or **le risque** peut être diminué par la mutualisation dans des fonds, et **complètement supprimé par une garantie de l'Etat** apportée à la valeur des parts de ces fonds, garantie qui serait rémunérée.

- Ces mesures seraient susceptibles de mobiliser **plusieurs dizaines de milliards d'euros supplémentaires pour les fonds propres et l'investissement**.

- Le choc de 2020 et 2021 conduira pour la France à une marche d'escalier de la dette publique de près de 20 points de PIB. La stabilisation du ratio à ce niveau est possible et peut déboucher sur un régime relativement stable si le taux d'intérêt reste très bas durablement et si le déficit primaire est ramené assez rapidement vers l'équilibre. Dans le cas contraire, **la dette publique française pourrait amorcer une dérive difficilement soutenable. Ce serait un risque pour la croissance française et la stabilité de l'euro, risque qui doit être anticipé et contrôlé et qu'il ne faut pas prendre.**

Présentation

Les dernières estimations des comptes nationaux trimestriels ont mis en lumière l'ampleur inédite du recul d'activité provoqué par la crise sanitaire. Le produit intérieur de la France du deuxième trimestre 2020 s'est établi 19 % au-dessous de celui du dernier trimestre 2019. La sortie progressive du confinement a entraîné un net rebond de l'activité. La durée et l'ampleur de ce rebond restent cependant incertains, d'autant plus qu'apparaît une deuxième vague de contamination qui conduit plusieurs pays, dont la France, à de nouvelles mesures contraignantes. C'est donc dans un contexte difficile à déchiffrer et incertain que se déroule la discussion du projet de loi de finances pour 2021.

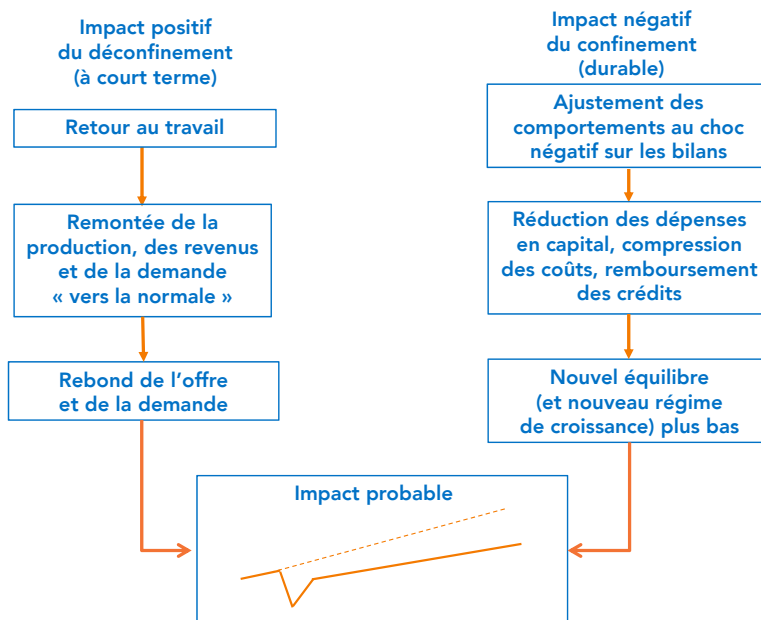
Si le chamboulement économique est une conséquence de la crise sanitaire, il est surtout dû aux décisions prises pour endiguer la contamination, et plus particulièrement aux décisions de confinement d'un grand nombre de pays, dont la France. La diminution contrainte, exogène et brutale, de la quantité de travail¹ a provoqué une diminution du produit national et du revenu national, qui en est la contrepartie exacte. La perte de production et de revenu a constitué un choc exogène qui a bouleversé les équilibres économiques et financiers de tous les acteurs économiques.

Les administrations publiques ont été fortement déséquilibrées par le recul des recettes publiques et par une succession de dépenses nouvelles. Malgré un soutien massif des budgets publics, les ménages ont perdu des revenus, mais ils ont diminué encore plus leurs dépenses de consommation, de sorte qu'ils ont accumulé, en grande partie involontairement, une épargne financière supplémentaire. Les entreprises ont à court terme vu leur revenu d'exploitation et leur capacité d'autofinancement diminuer sensiblement, avec de grands écarts selon les secteurs d'activité. En outre, le niveau d'incertitude générale est monté de plusieurs crans, tant au plan sanitaire qu'au plan économique.

Après la levée de la contrainte du confinement, deux mécanismes contraires se sont mis en place, selon le schéma présenté ci-après. A très court terme, une partie de l'excédent d'épargne des ménages accumulé pendant le confinement est revenue sur le marché, ce qui a entraîné un rebond de la consommation. Progressivement, un second mécanisme beaucoup plus durable se met en place. Il résulte de l'impératif pour les entreprises d'assurer leur survie face au risque d'insolvabilité. Le mouvement s'observe et se confirme, de façon plus ou moins accentuée selon les pays.

¹ Dans son ouvrage *Les capitalismes de l'épreuve de la pandémie*, Ed. La Découverte, octobre 2020, Robert Boyer utilise le mot « congélation » de l'activité économique.

Les deux temps économiques du déconfinement



C'est ce mouvement que décrivent la plupart des perspectives économiques présentées actuellement, celles retenues par le gouvernement comme les nôtres, avec toutefois des nuances notamment sur les perspectives des années futures et les tendances de long terme, au-delà du rebond actuel.

On notera que dans la grande majorité des pays la croissance cumulée sur les deux années 2020 et 2021 resterait sensiblement au-dessous de sa tendance moyenne antérieure. Le retour de la croissance, qui est actuellement en cours, mais semble déjà s'essouffler, laisserait donc un *gap* par rapport aux anticipations antérieures, dont on ne voit pas qu'il pourrait être refermé à un horizon visible.

Il convient de rappeler que les hypothèses économiques du projet de loi de finances ont été fixées, comme les nôtres, avant les décisions de couvre-feu. Ces décisions, qui s'apparentent à un confinement partiel, auront un effet négatif sur l'économie, peu prévisible début septembre dernier. Cet effet ne peut pas être évalué de façon certaine car il dépend de la durée des mesures restrictives. Un ordre de grandeur minimum de l'ordre d'un dixième de point de PIB par trimestre est vraisemblable.

Cette situation entraînera durablement une prudence accrue des acteurs économiques et conduit à des comportements, toutes choses égales par ailleurs, plus restrictifs. Cela se traduit, et se traduira durablement, pour les ménages par le maintien d'une épargne de précaution, et pour les entreprises par une baisse de l'investissement et par une compression des coûts,

notamment des effectifs salariés. Si, pour l'instant, l'Autorité française de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ne note pas de montée des créances douteuses grâce au crédit largement distribué, le nombre de faillites augmenterait selon Euler Hermes de 35 % dans le monde en 2021. L'agence Moody's s'attend pour sa part à une hausse des taux de défaut des obligations d'entreprise de catégorie spéculative à 8,4 % au printemps prochain (il était de 6,4 % en septembre).

Il faut aussi souligner que **les économistes et les prévisionnistes se trouvent face à une difficulté complètement nouvelle**. Les raisonnements et les modèles économiques auxquelles ils se réfèrent sont fondés sur l'observation des mécanismes passés. On sait que la dynamique des comportements dans les économies de marché conduit à des fluctuations endogènes, des phases d'expansion alternant avec des récessions. Or la crise actuelle n'est pas une récession au sens habituel du terme. Elle résulte de décisions exogènes extra-économiques qui ont mis l'économie sous forte contrainte exogène. Or les lois d'une économie sous contrainte ne sont pas les mêmes que celles d'une économie non contrainte. La nature de la crise actuelle rend ainsi largement obsolète les modèles habituels. Certains concepts classiques ont eux-mêmes perdu de leur signification. C'est le cas par exemple du concept de « PIB potentiel » auquel se réfère toujours l'évaluation des politiques budgétaires au sein de la zone euro. Qui peut dire quel est aujourd'hui le niveau du « PIB potentiel », alors que les marchés et une partie de l'activité de production sont sous contrainte réglementaire ?

Les institutions de la régulation économique sont elles-mêmes en train d'évoluer sous la pression des nécessités. Les changements sont visibles pour les institutions européennes. La règle de 60 % pour la dette publique a été abandonnée il y a déjà une dizaine d'années, la règle des 3 % a été suspendue récemment, les règles d'encadrement des aides publiques ont été (un peu) assouplies et des mécanismes de subvention de l'Union européenne à certains Etats sont apparus pour la première fois. Enfin l'attente qui grandit face aux besoins nouveaux d'investissement et de réglementation concernant le changement climatique impose à la fois des coûts supplémentaires et une augmentation de l'incertitude sur l'avenir.

La première partie de ce dossier porte sur les perspectives économiques retenues dans le projet de loi de finances pour 2021 et sur les mesures de soutien et de relance économique inscrites dans les lois de finances de 2020 et le projet pour 2021. A quelle vitesse et à quelle hauteur se fera le rebond ? Quelles seront les traces de la crise sur l'emploi ? Quel sera le rythme de la croissance d'après ? Ces questions font l'objet des documents 1, 2 et 3.

Le retour de l'épidémie et les mesures restrictives prises pour l'endiguer, qui ne sont sans doute pas encore stabilisées, laissent planer un doute sur ces perspectives économiques. Les perspectives présentées ici ont été établies au début septembre. Elles ne pouvaient pas prendre en compte la décision du couvre-feu, mais elles intégraient l'hypothèse de la persistance de la Covid-19 encore plusieurs trimestres. Elles ne sont donc pas dépassées mais peuvent

être considérées aujourd'hui comme des hypothèses économiques devenues optimistes.

Trois questions de politique économique sont examinées. Comment analyser la stratégie du gouvernement exposée dans le *rapport économique et financier 2021* ? Quelle est la réalité de la relance derrière les annonces ? Quel est le rôle des plans européens ? Les documents 4, 5 et 6 analysent les annonces inscrites dans le projet de loi de finances, l'équilibre du projet et ce que l'on peut en attendre en termes d'impact économique. Il est important de souligner que **cet impact est intégré dans le chiffrage des perspectives économiques** et ne s'ajoute donc pas aux estimations présentées par le gouvernement ou par nous-mêmes.

La deuxième partie du dossier est centrée sur la question d'un renforcement de la relance.

Les mesures de sauvegarde puis de relance prises ou annoncées par le gouvernement français depuis le printemps dernier ont été dans l'ensemble bien accueillies. Elles avaient été préparées avec soin par le Ministre de l'économie, en s'efforçant de tenir compte des observations et des suggestions des économistes et des parties prenantes du monde professionnel. Un doute est cependant apparu récemment sur la capacité à relancer effectivement l'activité économique dans un délai proche.

Le doute porte pour certains sur l'efficacité, voire l'opportunité, des mesures économiques et financières annoncées dans le plan du gouvernement. Parmi les débats qui se sont faits jour, nous avons choisi de discuter quatre thèmes et de compléter la discussion par quelques propositions : Faut-il en faire plus pour la demande ? Fallait-il baisser les impôts de production ? Faut-il aller plus loin dans le renforcement des fonds propres des entreprises ? Faut-il avoir peur de la dette publique ?

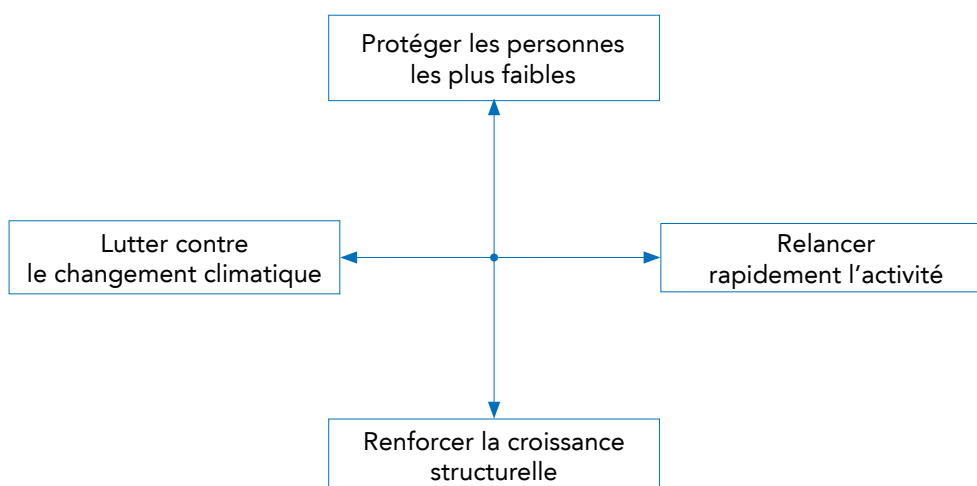
Une question, tout aussi cruciale, concerne les actions de lutte contre le changement climatique et l'évaluation de l'impact du plan de relance sur les émissions de gaz à effet de serre. **Rexecode a décidé d'associer désormais à ses perspectives économiques des perspectives d'émission de gaz à effet de serre.** Un premier document de travail sur le sujet a été diffusé en juillet dernier². Un nouveau document de travail sera prochainement consacré plus précisément à l'impact du plan de relance sur les émissions. **La question ne sera donc pas commentée dans le présent document.**

Nous écartons d'emblée une critique d'ordre générale formulée à l'encontre du plan de relance, **qui est la multiplicité des intentions.** Il est vrai que le plan de relance enchevêtre plusieurs finalités. Cette diversité peut se lire entre les différents axes structurant le plan de relance : la transition écologique, la compétitivité et la relocalisation industrielle, la cohésion sociale et territoriale. Elle se retrouve au sein même de chaque catégorie, voire d'une même mesure. La rénovation énergétique des bâtiments, qui représente des

² *Moins de croissance trop de carbone*, document de travail n° 74, juillet 2020.

investissements de l'ordre de 7 milliards d'euros, relève par exemple d'un objectif de soutien de court terme à l'activité et d'un objectif de réduction pérenne des émissions de gaz à effet de serre. Le plan de relance traduit ainsi une stratégie économique qui vise une pluralité d'objectifs par une pluralité de moyens. Mais peut-il en être autrement ? Toute politique économique doit prendre en compte des attentes de natures diverses. On peut présenter celles-ci autour de quatre axes principaux, qui sont des axes politiques permanents : l'augmentation immédiate de l'activité et de l'emploi, les objectifs climatiques, la protection des personnes en situation précaire, et le renforcement à moyen terme de notre compétitivité et de notre croissance économique potentielle.

Quatre objectifs de toute politique économique



L'ensemble de ces objectifs se retrouvent bien dans les mesures et les choix du projet de loi de finances. Ceci ne reflète pas une dispersion des objectifs mais la prise en compte de plusieurs objectifs légitimes. On peut toutefois estimer qu'en dehors des incitations à l'embauche de jeunes, les mesures destinées à soutenir les personnes en situation de grande précarité pourraient être renforcées.

Un dernier document n° 10 : faut-il avoir peur de la dette publique ? s'interroge sur les perspectives d'évolution de la dette publique au cours des prochaines années. La vitesse de réduction du déficit primaire jouera un rôle central. Une réduction relativement rapide permettrait de stabiliser la dette après 2021. Une réduction trop progressive conduirait à la poursuite d'une augmentation de la dette.

1

Jusqu'où ira le rebond de l'activité ?

Le projet de loi de finances a été préparé sous l'hypothèse d'un recul du PIB de 10 % en 2020 et d'un rebond de 8 % en 2021 pour la France. Les différentes prévisions économiques disponibles à ce jour, et ce pour la plupart des pays, sont assez consensuelles. Les ordres de grandeur peuvent diverger d'un pays à l'autre en fonction notamment de l'amplitude des dispositifs de soutien budgétaire des pays mais la plupart des prévisions décrivent un mouvement similaire. Un rebond marqué (en moyenne annuelle) en 2021 succéderait à une contraction exceptionnelle de l'activité en 2020. A de rares exceptions près, le rebond attendu pour l'année 2021 resterait toutefois insuffisant pour permettre de retrouver le niveau d'activité de 2019. Dans ce contexte économique, qui reste structurellement déprimé, les prix du pétrole et généralement des commodités resteraient contenus et l'inflation générale faible.

Prévisions économiques mondiales 2020 - 2021

| Variation moyenne annuelle en % | Prévisions du Rapport économique, social et financier | | | Prévisions Rexecode | | |
|---------------------------------------|---|-----------|-----------|---------------------|-----------|-----------|
| | Pour 2020 | Pour 2021 | 2021/2019 | Pour 2020 | Pour 2021 | 2021/2019 |
| Variations du PIB | | | | | | |
| Monde | -4,1 | 5,2 | 0,9 | -4,7 | 6,7 | 1,7 |
| Etats-Unis | -5,2 | 3 | -2,3 | -4,5 | 3,6 | -1 |
| Japon | -5,3 | 2,7 | -2,8 | -5,4 | 3 | -2,6 |
| Economies émergentes (hors OCDE) | -2,8 | 5,9 | 2,9 | -3,6 | 8,7 | 4,8 |
| Chine | 1,5 | 7,9 | 9,5 | 0,9 | 7,9 | 8,9 |
| Zone euro | -7,9 | 6,3 | -2,1 | -7,5 | 5,4 | -2,5 |
| Allemagne | -6 | 4,5 | -1,8 | -5,6 | 4,6 | -1,2 |
| Italie | -10,2 | 5,8 | -5 | -9,3 | 5,8 | -4 |
| Espagne | -12 | 8,4 | -4,6 | -11,1 | 7,7 | -4,2 |
| Royaume-Uni | -10,5 | 7,2 | -4,1 | -11,1 | 7 | -4,9 |
| Demande mondiale adressée à la France | -11 | 6,5 | -6,2 | -12,9 | 6 | -7,6 |
| Pétrole (Brent en dollars) | 42 | 44 | | 43 | 50 | |
| Taux de change €/ \$ | 1,13 | 1,16 | | 1,14 | 1,21 | |

Les prévisions de Rexecode pour les principales économies mondiales sont proches de celles retenues dans le projet de Loi de finances. Après une contraction de 4,7 % en 2020, Rexecode retient que le PIB mondial rebondirait de 6,7 %. Seule la Chine connaîtrait en moyenne annuelle en 2020 un niveau d'activité supérieur à celui de 2019. Elle serait même la seule parmi les principales économies mondiales à connaître une croissance positive les deux années 2020 et 2021 (0,9 % puis 7,9 %). Les écarts du PIB de 2021 par rapport à son niveau de 2019 iraient de 1 point (aux Etats-Unis) à 4,9 points au Royaume-Uni. Cette prévision est proche de celle retenue lors de l'élabora-

tion du cadrage économique du projet de loi de finances. Le rebond d'activité mondial présenté dans le Rapport Economique Social et Financier (RESF) pour 2021 est un peu plus faible que celui que nous anticipons (5,2 % après -4,1 %) en raison principalement d'un rebond plus modéré des économies émergentes hors Chine. Notre anticipation de rebond pour la zone euro en 2021 (5,4 %) est en revanche un peu plus faible que celle retenue par la prévision du Ministère des Finances (6,3 %), cet écart peut notamment s'expliquer par une progression un peu moins vive attendue pour la France en 2021 (7,1 % pour Rexecode contre 8 % pour le gouvernement).

Les prévisions économiques de Rexecode pour la France en 2020 - 2021

| Variation moyenne annuelle en % | Prévisions RESF | | | Prévisions Rexecode | | |
|--|-----------------|-----------|-----------|---------------------|-----------|-----------|
| | Pour 2020 | Pour 2021 | 2021/2019 | Pour 2020 | Pour 2021 | 2021/2019 |
| PIB | -10 | 8 | -2,7 | -9 | 7,1 | -2,5 |
| Importations | -11,5 | 8,2 | -4,3 | -9,7 | 8,6 | -1,9 |
| Exportations | -18,5 | 12,6 | -8,3 | -14 | 10 | -5,4 |
| Consommation des ménages | -8 | 6,2 | -2,3 | -6,7 | 6,2 | -0,9 |
| FBCF Totale | -14,5 | 14,9 | -1,8 | -11,5 | 10,8 | -1,9 |
| Investissement des sociétés non financières | -17 | 17,2 | -2,7 | -11,9 | 9,9 | -3,2 |
| Investissement des ménages | -14,5 | 12,5 | -3,8 | -13,6 | 11,3 | -3,8 |
| Investissement des APU | -3,7 | 12,1 | 8,0 | -11 | 12,6 | 0,2 |
| Solde de la balance courante (en milliards d'euros) | -66,6 | -22,7 | | -64,1 | -44,1 | |
| Prix à la consommation (total) | 0,5 | 0,7 | | 0,6 | 0,9 | |
| Pouvoir d'achat du RDB des ménages | -0,5 | 1,5 | 1 | 0 | -0,1 | -0,1 |
| Taux d'épargne des ménages (% du RDB) | 21,4 | 18 | | 20,6 | 15,6 | |
| Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %) | 29 | 32,5 | | 29 | 31,6 | |

Pour ce qui concerne plus précisément les prévisions relatives à la France, l'écart de prévision du niveau du PIB pour 2021 relativement à son niveau de 2019 est minime entre les anticipations de Rexecode et celles du gouvernement (-2,5 % et -2,7 % respectivement). Ces prévisions convergent mais par des chemins différents. Nous retenons pour notre part que la consommation des ménages serait en 2021 bien plus proche de son niveau de 2019 (-0,9 %) que ne le fait la prévision officielle (-2,3 %). Nous estimons en effet que la préservation du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages (stable sur deux ans) permettrait à la fois d'éviter que la consommation ne chute trop et de maintenir un taux d'épargne durablement élevé. Nous faisons également l'hypothèse que la majeure partie, sinon l'intégralité, du stock d'épargne accumulé pendant la période du confinement ne serait pas réintroduit dans le circuit économique sous forme de dépenses additionnelles des ménages, une épargne de précaution face à la dégradation probable du marché du travail se substituant à l'épargne « forcée ». Cette hypothèse pose la question de l'utilisation de ce surcroît d'épargne des

ménages dont le rendement s'avère très faible, en se portant principalement sur des supports fortement liquides (livrets, dépôts), très faiblement rémunérateurs en termes nominaux et même à rémunération réelle négative.

Par ailleurs, nous retenons une hypothèse d'une moindre chute de l'investissement privé (ménages et surtout entreprises) que ne le fait la prévision officielle pour l'année 2020. De manière symétrique, notre scénario prévoit un rebond de 2021 plus faible pour ce poste de dépenses. Nous anticipons notamment que le choix de la relance qui passe en grande partie par l'investissement mettra un peu de temps avant de se traduire par le soutien de l'activité.

Cela vaut notamment pour l'investissement des administrations publiques. Freinée par l'exercice du cycle électoral communal qui veut que l'année d'une élection municipale et celle qui lui fait immédiatement suite voient ces dépenses reculer, l'évolution de l'investissement public sera soutenue par les dispositifs spécifiques inclus dans le plan de relance. Mais, là encore, la vitesse d'exécution sera décisive pour que cette impulsion s'opère dès l'année 2021.

Cela vaut également pour l'investissement productif. Le taux de marge des sociétés non financières se redresserait certes en 2021. En ressortant à 31,6 %, il reviendrait même légèrement au-dessus de son niveau moyen relevé durant les années 2010 (31,3 %). Mais la lecture d'un simple ratio peut s'avérer trompeuse, surtout quand le dénominateur de ce ratio (la valeur ajoutée) serait toujours très déprimé. **Les résultats d'exploitation des sociétés seraient inférieurs en 2021 de 8,5 % à leur niveau de 2019** (hors prise en compte du CICE). Les entreprises ajustent et ajusteront leur niveau de dépenses à cette nouvelle situation pour essayer de préserver leurs résultats et l'équilibre de leur bilan au passif entre dette et fonds propres. C'est cette force récessive que les dispositifs incitatifs à l'investissement productif déployés dans le plan de relance essaient de contrer. Nous retenons ainsi que si l'investissement productif progresserait à nouveau l'an prochain, il ne rebondirait pas jusqu'aux 17 % retenus dans le RESF.

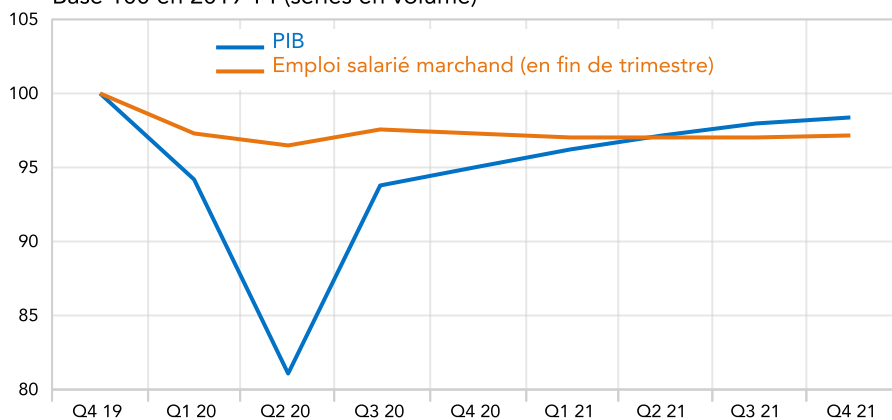
Une dernière différence notable apparaît en ce qui concerne l'impulsion transmise par les échanges extérieurs. En 2021, la demande extérieure nette (exportations – importations de biens et services) ne contribuerait pas à la croissance dans notre scénario alors qu'il lui apporterait un point dans le cas du scénario retenu dans le RESF. Cet écart est notamment expliqué par une progression de la demande mondiale adressée à la France un peu moins vive dans notre cas. Surtout, **cette crise vient frapper lourdement et probablement de manière durable les quelques points forts à l'exportation de l'économie française** (aéronautique, industrie du luxe, tourisme...), autant de secteurs pour lesquels un redémarrage dès 2021 nous apparaît très incertain ce qui pénalisera les exportations de biens et services. La structure de la spécialisation sectorielle de l'économie française se révèle ainsi très sensible à ce choc spécifique et limite ainsi la capacité de rebond à court terme de l'économie.

Le risque autour de ce scénario somme tout consensuel est plutôt vers le bas. Il vient de la résurgence du risque sanitaire. En France, l'impact direct d'un couvre-feu prévu actuellement dans 8 grandes agglomérations et en Ile-de-France est relativement limité (de l'ordre de 0,1 point de PIB). Ce sont plus les réactions des comportements à incertitude liée aux mesures de contention du risque sanitaire qui risquent de fragiliser les perspectives de croissance pour 2021. De même, l'organisation des ressources humaines est rendue plus complexe par la gestion des cas contacts. La disponibilité limitée de certains salariés redevient en particulier un élément pouvant freiner la reprise d'activité selon les entreprises interrogées par la DARES, illustrant ainsi la persistance de certains blocages de l'offre. Ceux-ci demeurent toutefois difficiles à quantifier.

Avec un niveau de PIB qui ne reviendrait que lentement vers son point de départ, il est probable qu'un ajustement à la baisse de l'emploi s'opère à court / moyen terme notamment dans le secteur marchand. Plus que sur les trajectoires de PIB, des différences majeures apparaissent sur les hypothèses d'évolution de l'emploi effectuées dans les exercices de prévision actuels.

Profil du PIB et de l'emploi salarié
durant et après la récession de 2020 (prévisions Rexecode à partir du T3 2020)

Base 100 en 2019 T4 (séries en volume)



Source : INSEE

© Rexecode

2

Peut-on espérer une reprise prochaine de l'emploi ?

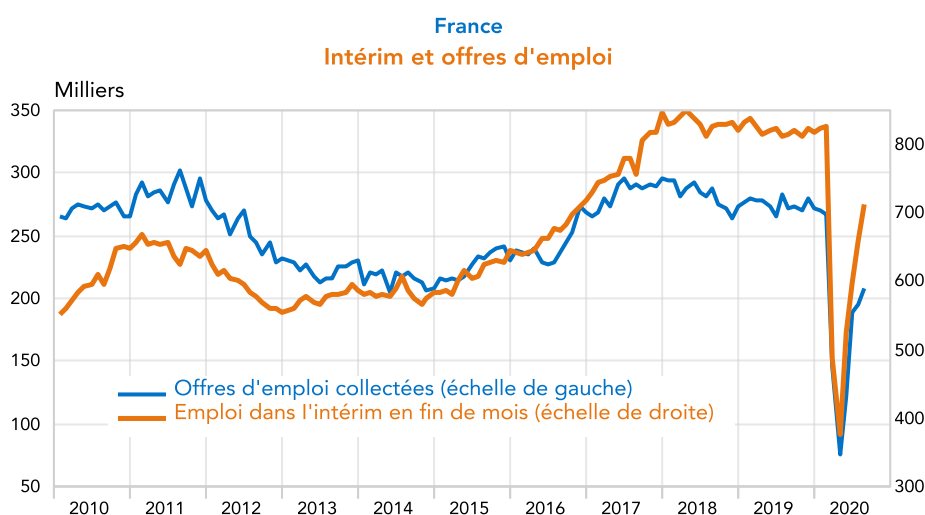
Le cadrage macroéconomique du projet de loi de finances pour 2021 retient une hypothèse de progression des effectifs de 435 000 postes après une baisse de 920 000 courant 2020 en glissement annuel. La hausse attendue en 2021 proviendrait notamment de la stimulation de l'emploi par le déploiement du plan de relance. Rexecode retient pour sa part de nouvelles pertes d'emploi qui interviendraient courant 2021 (-57 000). Elles s'opéreraient à un rythme bien moindre qu'en 2020 (-710 000) mais seraient d'une nature différente de celles observées en 2020.

L'évolution de l'emploi a épousé celle de l'activité, mais de manière très atténuée grâce au dispositif d'activité partielle. Connue jusqu'au deuxième trimestre, la valeur ajoutée des branches marchandes non agricoles recule de 19,8 % quand l'emploi total (salarié et non salarié) dans ces branches s'est replié de 3 % dans l'intervalle. C'est la réduction du nombre d'heures travaillées (-22,5 % sur un an, soit un recul un peu plus marqué que celui de l'activité) qui a été la variable d'ajustement entre quantité de travail et activité, mais en préservant la relation du contrat de travail.

L'activité partielle n'a pas empêché une réduction sèche des effectifs employés. Elle l'a toutefois très fortement atténuée. La contraction des effectifs intervenue pendant le confinement (-650 000 emplois salariés privés depuis fin 2019) a en outre laissé place à une remontée pendant l'été. Toutefois, au même titre que le rebond d'activité n'a pas ramené celle-ci à son niveau initial, les effectifs en emploi restent inférieurs à leur niveau préalable au confinement.

Ces mouvements illustrent le recours aux outils de flexibilité de gestion de la main d'œuvre à disposition des entreprises. L'adaptation de l'emploi à l'activité s'est surtout effectuée par le pilotage des flux d'embauches notamment en contrats à durée déterminée et des effectifs intérimaires, que ce soit durant la période de contraction soudaine de l'activité ou lors du rebond d'activité qui lui a succédé. Plus précisément, l'évolution du stock d'emplois est passée par la baisse des recrutements bien plus que par l'accélération des ruptures de contrat de travail. Le flux d'embauches sur des contrats de plus d'un mois a ainsi été divisé par 2 durant les mois de mars-avril-mai par rapport à son niveau moyen en 2019. Mais, en août, ce flux avait retrouvé son niveau pré-confinement. Les entrées à Pôle Emploi pour motif de sorties de l'emploi (fin de contrat ou de mission d'intérim, démission, rupture conventionnelle, licenciement) n'ont pour leur part été supérieures « que » de 15,6 % en mars-avril-mai à leur niveau moyen de 2019. En août, leur nombre était redevenu quasiment identique à celui relevé en 2019. Les effectifs intérimaires ont également été réduits par plus de 2 au cours du confinement. En avril, ils étaient inférieurs de 432 000 postes à leur niveau de février (-54 %). En août, les trois quarts de cette chute avaient été effacés avec la hausse de 323 000 postes dans l'intérim par rapport à avril. Enfin, 8,6 millions de salariés

(soit quasiment la moitié de l'emploi salarié marchand) auraient été placés en activité partielle en avril pour un total de 804 millions d'heures (soit 37 % des heures effectuées en moyenne chaque mois). En août, ces nombres seraient respectivement de 1,3 million de salariés pour 77 millions d'heures.



Source : Dares, Ministère du Travail, des Relations sociales et de la Solidarité, Insee © Rexecode

Outre l'activité partielle, les contrats de courte durée et les évolutions des embauches ont ainsi été la principale variable d'ajustement de l'emploi. Il est à redouter désormais que ce soient d'autres mécanismes qui se manifestent alors que l'activité resterait durablement inférieure à son niveau de 2019 d'ici à la fin de l'année prochaine. Un premier indice d'un changement de nature de l'évolution des effectifs vient des ruptures de contrats de travail qui ont été envisagées depuis le 1er mars dans le cadre de plans de sauvegarde de l'emploi. Elles sont au nombre de 65 000, soit un niveau trois fois plus élevé que l'an dernier au cours de la même période. Les pertes nettes d'emplois qui se dessinent pourraient ainsi désormais moins provenir du recours aux dispositifs de flexibilité de gestion de la main-d'œuvre mais plus de ruptures de contrats à durée indéterminée y compris pour motif de liquidation d'entreprise.

Nous retenons en effet que, confrontées à un déséquilibre de leur bilan et à la baisse durable de leurs résultats d'exploitation (ils seraient inférieurs de 55 milliards en 2021 à leur niveau de 2019, soit -8,5 %), **les entreprises piloteront au plus serré l'ensemble de leurs coûts**. L'investissement comme les effectifs sont deux leviers que les entreprises peuvent actionner pour se dégager quelques marges de manœuvre.

Nous retenons ainsi qu'après des pertes nettes d'emploi de 710 000 postes entre fin 2019 et fin 2020, **les effectifs totaux reculeraient encore de 57 000 en net au cours de l'année prochaine**. L'essentiel de la baisse viendrait de

l'activité marchande dont les effectifs reculeraient de 648 000 courant 2020 puis de 46 000 courant 2021. La recherche par les entreprises d'une préservation de leur solvabilité conduirait selon nos hypothèses à un effet récessif sur l'emploi supérieur à la stimulation des effectifs que l'on peut attendre du déploiement du plan de relance.

La différence entre le scénario que nous retenons et celui présenté dans le RESF (+435 000 postes courant 2021 après -920 000 en 2020) vient des hypothèses effectuées quant au déroulement du cycle de productivité. Même si le rebond de croissance en moyenne annuelle attendue en 2021 laisserait le niveau d'activité encore très en dessous de celui atteint fin 2019, le PIB serait toutefois orienté à la hausse courant 2021. Or, un des enseignements des récessions passées est que l'emploi réagit en général avec retard à l'évolution de l'activité. En conséquence les gains de productivité par tête tendent à accélérer plus vivement encore que l'activité quand celle-ci s'oriente à la hausse. Cela avait par exemple été le cas à l'issue de la dernière récession en date endurée par l'économie française : l'emploi salarié marchand avait reculé de 0,4 % en 2010 (après avoir déjà perdu 2,2 % l'année précédente) alors même que la valeur ajoutée des branches marchandes avait rebondi de 2 % (après -3,8 % en 2009). Dans la période actuelle, l'emploi réagira en outre d'autant moins à la hausse attendue du PIB qu'en raison du recours massif à l'activité partielle, son ajustement à l'activité est resté somme toute faible au regard de l'ampleur de la chute du PIB intervenue en 2020. En conséquence, sauf à imaginer le maintien durable d'un niveau élevé d'activité partielle, le cycle de productivité se déroulerait à nouveau ce qui laisserait l'emploi marchand sur une pente légèrement déclinante en 2021.

| | Prévisions RESF | | | Prévisions Rexecode | | |
|---|-----------------|------|-----------|---------------------|------|-----------|
| | 2020 | 2021 | 2021/2019 | 2020 | 2021 | 2021/2019 |
| Emploi total ¹ | -920 | 435 | -485 | -710 | -57 | -767 |
| <i>Emploi salarié marchand¹</i> | -750 | 325 | -425 | -648 | -46 | -694 |
| Nombre d'heures travaillées (branches marchandes) ² | | | | -9,61 | 6,40 | -3,8 |
| Productivité par tête des branches marchandes ² | | | | -7,4 | 8,3 | 0,3 |
| Productivité horaire des branches marchandes ² | | | | 0,3 | 0,9 | 1,2 |
| Nombre de chômeurs ¹ | | | | 593 | 117 | 710 |
| Taux de chômage ³ | | | | 10,3 | 10,7 | +2,6 |

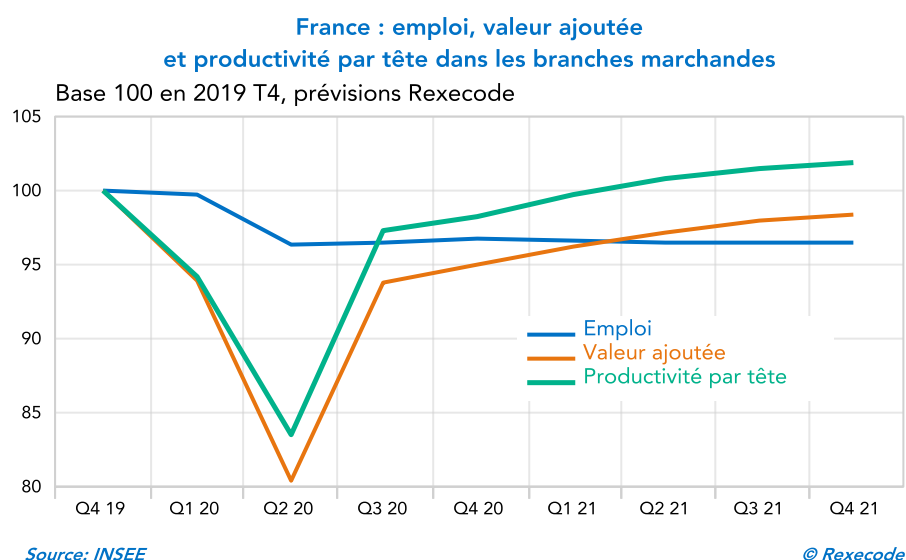
1. Variation en milliers en fin d'année.

2. Variation en moyenne annuelle en %.

3. Pourcentage de la population active, niveau en fin d'année.

Dans cette perspective, une hausse du nombre de chômeurs nous paraît probable en 2021. Au premier semestre 2020, cette statistique a toutefois été fortement perturbée par les difficultés accrues pour les chômeurs de pouvoir conduire des recherches actives d'emploi en raison du confinement. Il en

est résulté une stagnation apparente du nombre de chômeurs, ceux-ci étant reconnus comme tels dès lors qu'ils sont sans emploi, qu'ils en recherchent activement un et qu'ils sont disponibles pour l'exercer. De fait, si le nombre de chômeurs a stagné, c'est le nombre de personnes prises en compte dans le « halo autour du chômage » qui a bondi début 2020 (+900 000 sur un an). Avec le déconfinement, il est probable que le jeu de vases communicants s'inverse, que le halo se désemplesse et que le nombre de chômeurs au sens du BIT augmente. **Nous estimons que le nombre de chômeurs au sens du BIT serait de 3 millions fin 2020 (soit une hausse de 593 000 par rapport au quatrième trimestre 2019), et augmenterait de 117 000 en 2021. Le taux de chômage culminerait alors à 10,7 % de la population active, soit une hausse de 2,6 points par rapport à fin 2019.**



Les pertes d'emploi que nous anticipons risquent d'être concentrées dans les secteurs les plus directement touchés par le choc spécifique que nous connaissons. Il est probable que l'activité et l'emploi de certains secteurs liés notamment à la mobilité des personnes soient durablement affaiblis. Cette hypothèse pose la question de la réallocation sectorielle de la main-d'œuvre employée dans ces activités. Elle passera par une politique de formation professionnelle complémentaire des dispositifs d'activité partielle qui semblent devoir être maintenus durablement en place pour les activités les plus touchées.

3

Quel sera le rythme de la croissance d'après ?

Le scénario de moyen terme présenté dans le rapport économique social et financier annexé au projet de loi de finances retient pour hypothèse centrale que la croissance du PIB potentiel serait de 1,35 % à partir de 2022. Ce rythme serait ainsi identique à celui retenu lors du projet de loi de finances pour 2020 et dans la loi de programmation initiale de 2018. Si elle occasionnerait une perte permanente de 2 points du niveau du PIB potentiel en 2020-2021, la récession de cette année n'aurait pas d'impact sur la croissance ultérieure de ce dernier. **Nous retenons pour notre part un scénario d'un potentiel de croissance affaibli à moyen terme.**

Le choc subi par les économies nationales avec le confinement se traduit par un éloignement soudain du niveau d'activité par rapport à son niveau d'équilibre. Cette situation pourrait perdurer pendant plusieurs années pour certains secteurs liés à l'interaction sociale ou à la mobilité des personnes qui sont les plus durement touchés par ce choc spécifique. Le risque est alors de voir la perte d'activité devenir durable ce qui traduirait une perte permanente de PIB potentiel voire un amoindrissement du potentiel de croissance, si tant est que ces concepts soient encore opérationnels dans le contexte d'une récession si particulière que nous connaissons a été rappelé en introduction d'épisodes récessifs.

Le niveau futur du PIB potentiel peut être réduit par les pertes de capital.

Ces pertes peuvent provenir de la disparition de compétences et de qualifications causées par le chômage de longue durée. Elles tiennent aussi à la disparition d'entreprises efficaces mais contraintes dans leur activité. Le niveau du PIB potentiel peut aussi être réduit par une efficacité amoindrie des processus de production avec, notamment dans la situation présente, l'introduction de nouvelles normes sanitaires qui dégradent les conditions d'exploitation du capital productif. L'exemple typique est celui d'un restaurant qui ne peut plus exploiter l'intégralité de son installation. C'est aussi l'allongement des temps de remplacement d'équipes sur des chaînes de production en raison d'un protocole sanitaire qui vient réduire l'efficacité du capital. Cette empreinte du choc est durable mais probablement également en partie réversible.

Pour sa part, le potentiel de croissance de l'économie peut être durablement affecté par le passage d'une récession si le processus d'accumulation du capital physique se grippe par manque d'investissement ou si l'effort de formation et de qualification de la main d'œuvre est amoindri. Les gains de productivité peuvent alors être freinés par défaut d'innovation ou d'amélioration des compétences. Sur un autre plan, le soutien d'entreprises peu efficaces peut aussi s'avérer un frein aux gains de productivité générale de l'économie.

Il est probablement trop tôt pour apprécier finement quelle sera l'ampleur de la perte permanente de PIB potentiel et plus encore ce que sera l'évo-

lution du potentiel de croissance de l'économie. Pour autant, l'examen des comportements de l'économie pendant et après les précédents chocs récessifs qu'elle a subis peut être riche d'enseignements. Chaque épisode récessif a certes sa propre histoire, qu'il s'agisse de ses éléments déclencheurs, des dispositions qui sont adoptées par la politique économique pour en atténuer les effets ou de la répartition entre agents économiques de la perte de revenu national qu'elles occasionnent. Mais l'examen d'un échantillon des récessions endurées par les dix principales économies développées lors des quarante dernières années permet néanmoins de faire ressortir un certain nombre de faits stylisés.

1. Les récessions pèsent sur le niveau du PIB potentiel. Celui-ci est apprécié à partir d'une analyse des composantes de la fonction de production. Le potentiel de production de l'économie dépend de la quantité de facteurs de production qu'elle peut mobiliser (soit le nombre d'heures travaillées et le stock de capital) et de l'efficacité de la combinaison de ces deux facteurs de production (soit la productivité globale des facteurs ou PGF). Nous approchons la perte de PIB potentiel causé par les récessions par l'écart entre son niveau estimé deux années après une récession, d'une part, et celui qui aurait été atteint si le PIB potentiel avait crû pendant l'année de la récession et l'année suivante comme lors des cinq années qui la précédait, d'autre part. En procédant ainsi, il apparaît qu'en moyenne lors des épisodes récessifs que nous examinons, la perte moyenne de PIB potentiel a été de 1,3 point. Cet ordre de grandeur vaut en moyenne pour l'échantillon d'épisodes récessifs endurés par les principales économies développées par le passé que nous avons retenus. Il vaut également pour la France qui a subi une perte de PIB potentiel de 1,3 point en moyenne lors des récessions de 1975, 1993 et 2009. Au regard de l'ampleur exceptionnelle du choc récessif et des adaptations des processus productifs pour répondre à l'impératif sanitaire, une perte supérieure est probable.. Le RESF présente d'ailleurs une hypothèse de recul de 2 points du niveau du PIB potentiel.

2. Les écarts de production (*output gap*) négatifs se ferment en moyenne en l'espace de 5 ans. Une analyse complémentaire consiste à apprécier l'exercice du cycle économique. Celui-ci amplifie l'évolution du niveau du PIB potentiel. L'écart entre le PIB observé et le PIB potentiel (soit l'écart de production) s'accroît lors des récessions et ne se corrige que lentement. Lors des épisodes récessifs du passé examinés, l'écart de production négatif maximal a été en moyenne de 3,4 points lors de l'année de récession. Le niveau du PIB est ainsi tombé en moyenne 3,4 points en dessous du niveau du PIB potentiel à l'acmé des récessions. Cinq années en moyenne sont nécessaires pour que l'écart de production négatif soit comblé. Dans le cas de la France, l'écart de production négatif a été en moyenne de 2,2 points à son maximum et 5,5 années ont été nécessaires en moyenne pour qu'il se referme après les récessions de 1975, 1993 et 2009.

3. La croissance potentielle a perdu 0,9 point en moyenne après les récessions à l'échelle mondiale, et 0,7 point dans le cas de la France après les récessions de 1993 et 2009. Pour mesurer l'empreinte des récessions sur la

croissance du PIB potentiel, nous comparons le rythme moyen de cette dernière lors des cinq années ayant précédé une récession à celui intervenu lors des cinq années suivant la récession. A 23 reprises sur 28, le rythme de croissance potentielle s'est révélé plus faible en sortie de récession que lors des cinq années l'ayant précédée. L'affaiblissement moyen du rythme annuel de croissance potentielle a été de 0,9 point par rapport à son rythme lors des cinq années qui précédait ce choc. Dans le cas de la France, après la récession de 1975, le potentiel de croissance a chuté en perdant 1,9 point. Après les récessions de 1993 et de 2009, la perte de croissance potentielle a été de 0,7 point.

4. Le ralentissement du stock de capital bride le potentiel de croissance après les récessions. Lors des cinq années ayant suivi les trois épisodes récessifs endurés par l'économie française depuis cinquante ans, la croissance du stock de capital des branches marchandes a été systématiquement divisée par quasiment deux par rapport à sa croissance relevée lors des cinq années précédentes. C'est le ralentissement du processus d'accumulation qui explique l'essentiel du ralentissement du potentiel de croissance. A l'inverse, la progression du volume des heures travaillées a été un peu plus forte après la récession de 1993 qu'elle ne l'était auparavant. L'impact de la récession sur les gains de PGF a pour sa part été négatif après la récession de 1975, mais plus faible par la suite et même inexistant après la récession de 2009.

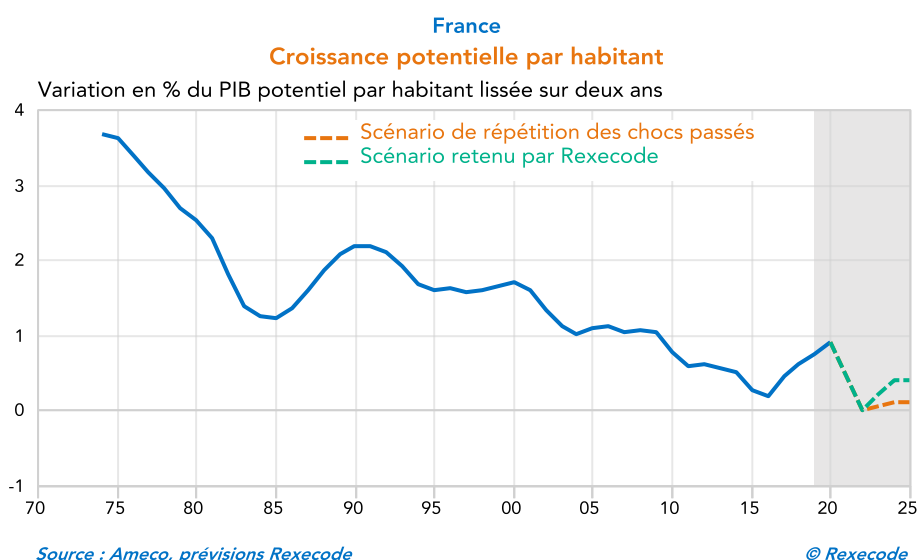
Décomposition de la fonction de production de l'économie française avant et après une récession

| | Récession de 1975 | | Récession de 1993 | | Récession de 2009 | |
|--|-------------------|-------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
| | 5 ans avant | 5 ans après | 5 ans avant | 5 ans après | 5 ans avant | 5 ans après |
| PIB | 5,1 | 2,7 | 2,9 | 2,6 | 1,9 | 1,0 |
| PIB par habitant | 4,3 | 2,2 | 2,4 | 2,2 | 1,2 | 0,5 |
| Volume d'heures travaillées | -0,5 | -0,6 | 0,3 | 0,7 | 1,2 | 0,1 |
| Stock de capital des branches marchandes | 7,4 | 3,5 | 4,3 | 2,3 | 2,7 | 1,5 |
| Productivité globale des facteurs | 3,6 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 0,4 | 0,5 |
| Croissance potentielle selon Commission européenne | 4,7 | 2,8 | 2,6 | 2,0 | 1,8 | 1,0 |

Calculs Rexecode à partir des comptes nationaux

Si l'on reproduisait mécaniquement pour la France les enseignements du passé, la récession de 2020 pourrait se traduire par une croissance potentielle par habitant quasiment nulle. En effet, la croissance potentielle était estimée par la Commission européenne à 1,1 % en 2019 pour la France (et à 1,2 % par l'OCDE). Si l'empreinte de la récession était identique à celle observée après 1993 et 2009, la croissance potentielle ne serait plus que de 0,4 % par an pendant les cinq années consécutives à la récession de 2020. Compte tenu d'une progression de 0,3 % par an de la population, cela aboutirait à une croissance potentielle par habitant quasiment nulle pendant cinq ans en moyenne. La principale explication viendrait là encore de l'évolution

du stock de capital des branches marchandes dont nous anticipons qu'elle pourrait être légèrement négative en 2020, une situation inédite. Cette appréciation ne prend en compte que l'évolution du rythme de la croissance potentielle et ne tient pas compte de la perte de niveau de PIB potentiel pendant la récession.



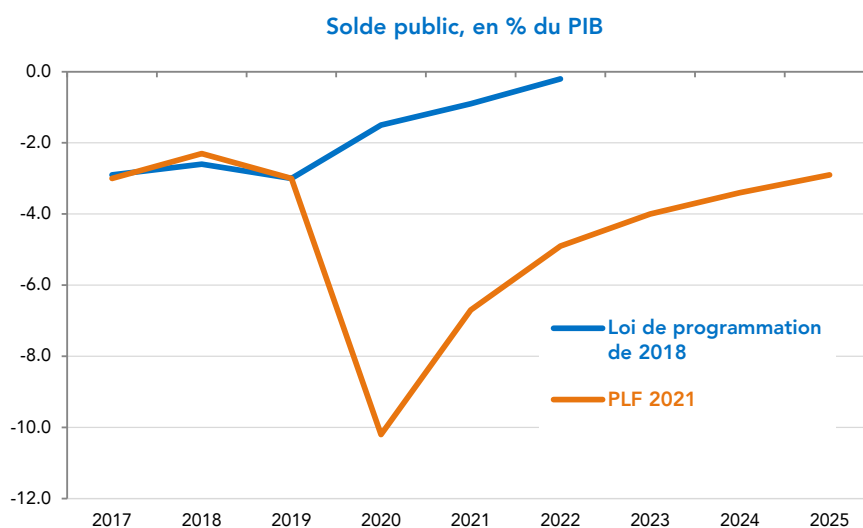
Plusieurs éléments pourraient cependant permettre d'éviter un choc aussi fort sur le potentiel de croissance. Tout d'abord, nous avons estimé lors de précédents travaux que **plusieurs des réformes introduites récemment (notamment celles de la fiscalité du capital) étaient en mesure de renforcer le potentiel de croissance de l'économie française** de 0,2 à 0,3 point à moyen terme ce qui aurait permis de la rehausser à 1,4 %. Ensuite, le choix d'axer en grande partie le plan de relance sur le renforcement de l'investissement et la transformation de l'économie pourrait permettre d'éviter un ralentissement trop marqué de l'accumulation du capital. La mise en œuvre efficace de ce programme devient alors décisive pour éviter une perte de potentiel de croissance. Enfin, le fait que la récession procède d'un choc sanitaire exogène et n'est pas de nature endogène pourrait peut-être limiter le risque d'érosion du potentiel de croissance à moyen terme. Soulignons également que le développement de nouvelles compétences pour les personnes employées dans les secteurs durablement déprimés à la faveur d'un programme de formation professionnelle permettrait de faciliter les transitions dans l'emploi et de limiter ainsi le risque de perte de capital humain.

Compte tenu des éléments précédents et sous réserve de leur déploiement efficace, nous retenons que la réduction du potentiel de croissance pourrait être moindre que celui qui est intervenu après les précédentes récessions. **Le taux de croissance potentiel pourrait revenir à 0,7 à 0,8 point à moyen terme.** Le potentiel de croissance par habitant serait alors de 0,4 / 0,5 point par an.

4

La stratégie économique et de finances publiques du gouvernement

Compte tenu de l'ampleur de la récession attendue pour 2020, le gouvernement a – comme dans la plupart des autres pays européens – mis en œuvre un ensemble de mesures de soutien d'urgence à l'économie tout en faisant face à un surcroît exceptionnel de dépenses dans le domaine sanitaire et à des pertes de recettes publiques liées à la moindre activité. Au total, le gouvernement anticipe un creusement historique du déficit public, qui atteindrait 10,2 % du PIB en 2020. Le solde public reviendrait à -6,7 % du PIB en 2021, sous l'effet du rebond partiel et progressif de l'activité. La trajectoire de réduction du déficit a été percutée de plein fouet par l'ampleur de la crise et des interventions nécessaires de politique publique pour en atténuer les effets immédiats et durables sur les ménages et les entreprises. Par rapport à la loi de programmation de janvier 2018, la trajectoire du déficit public, qui demeurait globalement conforme jusqu'en 2019 grâce à une croissance plus élevée qu'initialement prévu et malgré de moindres efforts d'économies budgétaires, décrocherait brutalement en 2020, d'environ 8,7 points du PIB. En 2021, ce décrochage serait encore de 5,8 % du PIB. Ces chiffres inédits traduisent l'ampleur du recul d'activité de 2020 et des plans d'urgence et de relance (65 milliards d'euros en 2020, 37 milliards d'euros en 2021 dont 17 milliards d'euros financés par l'emprunt européen) mis en œuvre par le gouvernement.



Source : RESF 2018 et 2021

La lecture de l'évolution du déficit « sous-jacent », c'est-à-dire une fois exclu l'impact de la conjoncture et des plans d'urgence et de relance, est toutefois rendue délicate par plusieurs choix de présentation du gouvernement. Il a, d'une part, choisi d'intégrer les dépenses du plan de relance dans le déficit structurel (0,4 point de PIB net des financements européens) et non dans

les mesures ponctuelles, ce qui peut apparaître justifié pour une partie des mesures qui s'inscrivent dans des programmes pluriannuels. D'autre part, le déficit structurel est artificiellement diminué en 2020 par la moindre élasticité attendue des recettes fiscales à la chute d'activité, les mesures de soutien ayant atténué les pertes de revenu pour les acteurs économiques (revenus qui génèrent des recettes). Il aurait été plus logique d'intégrer cet effet à celui des mesures temporaires, dont il est la résultante. Cet effet d'élasticité joue également, en sens inverse, en atténuant les effets du rebond de l'activité en 2021 sur les recettes fiscales et sociales. Au total, ces effets s'annulent sur la période 2020-2021 prise dans son ensemble, si bien qu'il est préférable d'analyser la variation du déficit structurel en 2021 par rapport à 2019.

Il ressort alors des documents budgétaires présentés par le gouvernement dans le rapport économique, social et financier (RESF) annexé au projet de loi de finances pour 2021 que le **creusement de 3,7 points du déficit public entre 2019 et 2021 serait imputable à hauteur de 3,0 points au décrochage par rapport à la trajectoire du PIB d'avant-crise** – la composante conjoncturelle du solde public passant de +0,2 à -2,8 points – et à hauteur de 1,4 point à la dégradation structurelle du déficit. A l'inverse, le poids des mesures ponctuelles sur le déficit public s'atténuerait de 0,8 point en 2021 par rapport à 2019. En effet, 2019 était marquée par le cumul exceptionnel en 2019 des créances du CICE au titre de la masse salariale 2018 et du nouvel allègement de cotisations employeurs (pesant à hauteur de 0,9 point de PIB sur les comptes publics). En 2021, cette composante temporaire deviendrait marginale – les mesures ponctuelles du plan de soutien mis en place en 2020 (près de 65 milliards d'euros) s'éteignant et les mesures du plan de relance étant intégrées à la composante structurelle du déficit.

| <i>En points de PIB potentiel</i> | 2019 | 2021 | Delta 2019-2021 |
|--|-------------|-------------|------------------------|
| Solde public* | -3,0 | -6,7 | -3,7 |
| Solde conjoncturel* | 0,2 | -2,8 | -3,0 |
| Mesures ponctuelles et temporaires | -1,0 | -0,2 | 0,8 |
| Solde structurel | -2,2 | -3,6 | -1,4 |
| Ajustement structurel 2021 par rapport à 2019 | | | -1,4 |
| Effort structurel | | | -1,9 |
| <i>dont mesures nouvelles en recettes</i> | | | -0,7 |
| <i>dont dépenses du plan de relance</i> | | | -1,1 |
| <i>dont effort en dépense "hors plan de relance"</i> | | | -0,1 |
| Composante non discrétionnaire | | | 0,5 |
| <i>dont financement emprunt UE</i> | | | 0,6 |

*En points de PIB

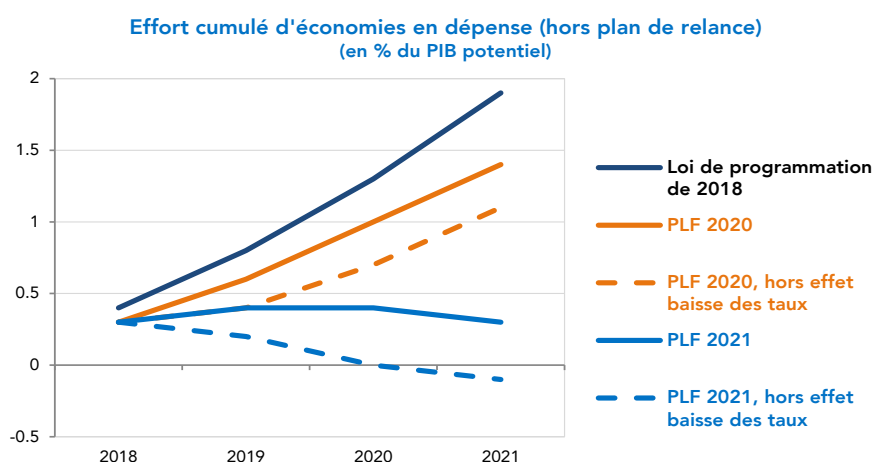
Source : RESF 2021, calculs Rexecode

Cette variation structurelle (appelée « ajustement structurel ») du déficit public de -1,4 point peut elle-même être décomposée en un « effort structurel » fortement négatif sur la période 2020-2021 (-1,9 point), atténué par le financement escompté par le gouvernement de l'emprunt européen

(17 milliards d'euros). Cet effort structurel de -1,9 point sur 2020-2021 serait lui-même dû à hauteur de 0,7 point à des baisses de prélèvements (impôt sur les sociétés, taxe d'habitation, impôts de production) et à hauteur de 1,1 point aux dépenses publiques du plan de relance. Sur le reste des dépenses publiques, il ne se dégagerait aucun effort global d'économie, l'évolution projetée des dépenses publiques pesant à hauteur de 0,1 point sur le déficit public.

Par rapport à la loi de programmation pluriannuelle de 2018, les ambitions en termes de maîtrise des comptes publics ont été progressivement revues à la baisse. Le déficit structurel devait être réduit de 1,0 point sur la période 2018-2021 dans la programmation initiale. Il ne devait plus l'être que de 0,4 point dans le projet de loi de finances pour 2020. **Le projet de loi de finances pour 2021 acte un creusement du déficit structurel, hors effet de la crise, de 1,2 point sur la période 2018-2021.**

Le recul de 2,2 points de l'ajustement structurel sur la période 2018-2021 par rapport à l'objectif de la loi de programmation de 2018 s'explique pour près des trois quarts par un relâchement graduel de l'objectif d'économies de dépenses publiques (hors impact du plan de relance). L'effort cumulé d'économies devait contribuer à réduire le déficit structurel de 1,9 point sur la période 2018-2021 selon la programmation initiale. Cet objectif était ramené à 1,4 point dans le PLF 2020 et à 0,3 point dans le PLF 2021. Mais, par convention, les évolutions du service de la dette sont intégrées dans la mesure de l'effort d'économie, même lorsque son allègement provient d'un facteur exogène comme la baisse des taux d'intérêt. En 2019, la réduction des charges d'intérêt sur la dette publique permise par la baisse des taux a entraîné une économie supplémentaire de l'ordre de 4 milliards d'euros (0,2 point de PIB) par rapport à ce qui était prévu dans la programmation initiale. En 2020, ce sont 5 milliards d'euros supplémentaires allègement de dépenses (0,2 point de PIB) qui sont procurés par la baisse des taux d'intérêt par rapport aux hypothèses de la programmation initiale. **L'effort « sous-jacent » (c'est-à-dire hors allègement des charges d'intérêt par rapport à la programmation initiale) cumulé d'économies sur la période 2018-2021 serait légèrement négatif selon le PLF 2021 (-0,1 point de PIB).**



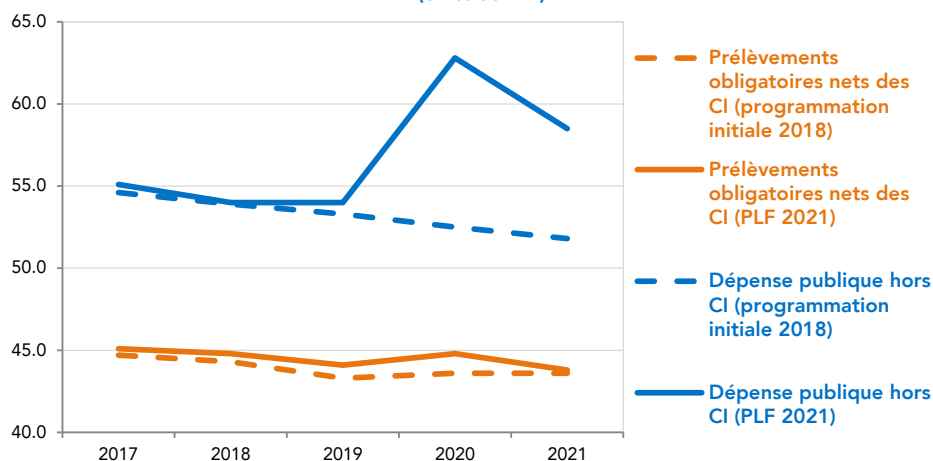
Source : RESF 2018 à 2021, calculs Rexecode

NB : les chiffres ne tiennent pas compte de l'impact de la création de France Compétences

Le ratio de dépenses publiques par rapport au PIB, qui était déjà le plus élevé d'Europe avant la crise, s'envolerait de 54,0 points en 2019 (hors crédits d'impôts) à 62,8 points en 2020, cette hausse étant imputable à hauteur de plus de 6 points à la baisse du dénominateur (chute du PIB). Le ratio s'établirait à 58,5 points de PIB en 2021, soit une hausse de 3,4 points de PIB par rapport à 2017. La programmation initiale prévoyait au contraire une diminution du ratio de 2,8 points sur la période 2018-2021, soit une différence de 6,2 points par rapport au scénario actuel du gouvernement.

La trajectoire du ratio de prélèvements obligatoires (nets des crédits d'impôts), également le plus élevé de la zone euro avant-crise, a nettement moins dérivé par rapport à la programmation initiale. Cela reflète à la fois une plus grande fidélité à l'objectif initial des baisses nettes de prélèvements – même si la structure des baisses et des hausses a pu évoluer (abandon de la trajectoire de hausse de la fiscalité carbone, ralentissement de la trajectoire de baisse de l'impôt sur les sociétés, baisse de l'impôt sur le revenu, suppression de la taxe d'habitation pour les ménages aisés, baisse des impôts de production – mais également la forte sensibilité des recettes fiscales et sociales à la chute du PIB. Au total, en 2021, le ratio de prélèvements obligatoires diminuerait de 1,3 point par rapport à 2017, soit une baisse légèrement plus prononcée par rapport à la trajectoire initiale de début de quinquennat (-1,1 point sur 2018-2021).

Ratios de dépense publique et prélèvements obligatoires (en % du PIB)



Source : RESF 2018 à 2021,

Si l'on recense l'ensemble des mesures nouvelles en matière fiscale et de prélèvements sociaux, ces mesures entraîneraient une diminution de 30,1 milliards d'euros en 2021 par rapport à 2017, dont -21,3 milliards d'euros en faveur des ménages (-18,1 milliards d'euros hors réforme de la fiscalité du capital) et -8,8 milliards d'euros pour les entreprises.

| En milliards d'euros, par rapport à 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|------|-------|-------|-------|
| 1. Prélèvements sur les ménages (hors fiscalité du capital) | | | | |
| Suppression de la taxe d'habitation | -2,9 | -6,5 | -10,3 | -12,8 |
| Bascule cotisations salariales/CSG (1) | 2,4 | -1,6 | -1,6 | -1,6 |
| Annulation de la hausse de la CSG pour les retraités modestes | | -1,6 | -1,6 | -1,6 |
| Exonérations de cotisations sur les heures supplémentaires | | -3,0 | -3,8 | -4,0 |
| Hausse de la fiscalité du tabac | 0,9 | 1,3 | 1,7 | 2,0 |
| Recentrage du CITE (crédit d'impôt pour la transition énergétique) | | 0,8 | 0,8 | 1,4 |
| Hausse de la fiscalité écologique | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Réforme du barème de l'IR | | | -5,0 | -5,0 |
| Augmentation des taux Agirc-Arrco (part salariale) | | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| Exonérations de cotisations pour les indépendants touchés par la crise sanitaire | | | -0,8 | 0,0 |
| Variation totale des prélèvements sur les ménages (hors capital) | 2,9 | -7,0 | -17,1 | -18,1 |
| 2. Fiscalité du capital | | | | |
| Suppression ISF et création IFI | -3,2 | -3,2 | -3,2 | -3,2 |
| Prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital (2) | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Variation totale de la fiscalité du capital | -2,8 | -3,1 | -3,2 | -3,2 |
| Variation totale des prélèvements sur les ménages 1 + 2 | 0,1 | -10,1 | -20,3 | -21,3 |
| (1) Hors CSG sur le capital | | | | |
| (2) Y compris CSG sur le capital | | | | |

| En milliards d'euros, par rapport à 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|------------|------------|-------------|-------------|
| Prélèvements sur les entreprises | | | | |
| Baisse de 7% à 6% du taux du CICE | | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Suppression CICE à 6 points | | | 21,2 | 21,2 |
| Nouvel allègement de cotisations employeurs (net du retour d'IS) | | -17,6 | -19,5 | -19,5 |
| Baisse de l'IS | -1,2 | -2,0 | -4,5 | -8,1 |
| Mesures loi PACTE | | -1,0 | -1,0 | -1,0 |
| Renforcement 5e acompte IS | | 1,5 | | |
| Hausse de la fiscalité écologique | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Taxe sur les services du numérique | | 0,3 | 0,4 | 0,4 |
| Réforme de la taxation des plus-values brutes à long-terme | | 0,4 | 0,6 | 0,4 |
| Suppression la niche TICPE sur le gazole non-routier | | | 0,2 | 0,5 |
| Augmentation des taux Agirc-Arrco (part employeurs) | | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Limitation de l'avantage DFS dans le calcul des allègements généraux | | | 0,4 | 0,4 |
| Exonérations de cotisations pour les secteurs touchés par la crise sanitaire | | | -4,4 | 0,0 |
| Baisse des impôts de production nette du retour IS | | | | -8,6 |
| Variation totale des prélèvements sur les entreprises | 0,1 | -12,9 | -1,1 | -8,8 |
| Variation totale des prélèvements sur les entreprises (hors one-off CICE) | 0,1 | 8,3 | -1,1 | -8,8 |

Le rythme de baisses de prélèvements a été assez différent selon que l'on considère les ménages ou les entreprises, au-delà de 2018 ou le bilan des hausses et des baisses a été neutre en moyenne pour les deux catégories. En 2019 puis en 2020, les ménages bénéficient de 10 milliards d'euros de baisses de prélèvements supplémentaires. En 2021, en revanche, les prélèvements sur les ménages ne diminueraient que de l'ordre de 1 milliard d'euros. S'agissant des entreprises, 2019 est une année atypique car elles bénéficient pour la dernière fois du CICE (au titre de la masse salariale 2018) et concomitamment de nouvel allègement de cotisations employeurs. Au total, les prélèvements sur les entreprises diminuent – de manière temporaire – de 12,9 milliards d'euros en 2019. Ce cumul exceptionnel des deux dispositifs n'a plus cours en 2020, et la baisse de prélèvements induite par les mesures nouvelles depuis 2018 est de 1,1 milliard d'euros en 2020. En 2021, la poursuite de la baisse de l'impôt sur les sociétés ainsi que la diminution de 10 milliards d'euros des impôts de production (avant retour d'IS) dans le cadre du plan de relance feraient plus que compenser la fin des exonérations de cotisations décidées dans le cadre du plan de soutien de 2020. Au total, les mesures adoptées depuis le début du quinquennat auraient allégé de 8,8 milliards d'euros les prélèvements sur les entreprises à l'horizon 2021.

Même si elle a été rendue nécessaire par l'ampleur de la récession, la dégradation des finances publiques, qui porte les ratios de dépense publique et de dette publique à respectivement 58,5 % et 116,2 % du PIB en 2021 (respectivement +4,5 et +18,1 points par rapport à 2019), devra être inversée à moyen terme. En effet, à défaut de faire repasser le déficit public nettement

sous 3 % du PIB, la dette publique poursuivra son ascension. L'équation pourra être rendue plus ardue encore, si une baisse permanente du PIB potentiel et/ou de son taux de croissance résultaient de la crise actuelle. Une hausse globale des prélèvements obligatoires étant exclue (niveau déjà le plus élevé en Europe, contradiction avec les objectifs de compétitivité), **la maîtrise de la dépense publique, de la manière la moins nocive pour l'activité à moyen-long terme, redeviendra rapidement un impératif de la politique économique.**

5

La réalité derrière les annonces

Le gouvernement a déployé avec rapidité et efficacité des mesures d'urgence de soutien à l'économie dès le début du confinement en mars 2020. Ces mesures ont mobilisé une diversité d'instruments qui ont permis de limiter les effets de la mise à l'arrêt ou au ralenti de pans entiers de l'économie pour des raisons sanitaires sur le revenu des ménages et l'emploi, ainsi que sur la trésorerie et la survie à court terme des entreprises. Elles ont aussi visé à faciliter leur capacité de rebond au moment du déconfinement. Elles ont été prolongées par le plan de relance présenté par le gouvernement au début du mois de septembre. Celui-ci définit davantage une stratégie de moyen-terme de transformation et de redressement de l'économie qu'une stricte relance de l'activité. Il vise en fait une diversité d'objectifs : (i) relance à court terme de l'activité, (ii) redressement de la compétitivité et hausse de la croissance potentielle à moyen terme, (iii) réduction des émissions de gaz à effet de serre. Le gouvernement a communiqué sur des montants importants associés à ces deux plans – 470 milliards d'euros pour les plans de soutien de 2020, 100 milliards d'euros pour le plan de relance. [Nous analysons ici la réalité du coût des interventions publiques en jeu et leur impact attendu en 2021.](#)

Trois lois de finances rectificatives ont été votées entre mars et juin 2020 en réaction à la crise. [Le coût effectif des trois lois de finances rectificatives de 2020 est évalué par le gouvernement à 64,5 milliards d'euros.](#) Le dispositif d'activité partielle, qui indemnise le coût des heures à l'employeur, en contrepartie du maintien dans l'emploi et d'une rémunération de ces heures (exonérée de cotisations sociales salariales ou patronales), mobilise à lui seul 31 milliards d'euros. Sa générosité a été progressivement réduite. Des demandes d'indemnisations ont pour l'instant été transmises pour plus de 2 milliards d'heures. Parallèlement, 9,5 milliards d'euros sont consacrés au soutien aux indépendants et aux très petites entreprises (TPE). Ce dispositif comprend un fonds de solidarité de 8,5 milliards d'euros est destiné aux TPE, indépendants, micro-entrepreneurs et professions libérales de 10 salariés au plus. De surcroît, une prime versée aux artisans et commerçants par le Conseil de la protection sociale des travailleurs indépendants (CPSTI) devrait coûter 1 milliard d'euros en 2020.

Le gouvernement a également décidé de soutenir le revenu des ménages les plus modestes, avec le versement de 150 euros (100 euros supplémentaires par enfant) à 4,1 millions de foyers au RSA ou à l'ASS, pour un coût de 1 milliard d'euros. Le décalage de la réforme de l'assurance-chômage et la prolongation des droits pour les demandeurs d'emploi coûteraient 1,5 milliard d'euros supplémentaire. Enfin, 10,5 milliards d'euros sont consacrés aux dépenses exceptionnelles de santé : approvisionnement (masques, tests...), versement d'une prime exceptionnelle entre 500 et 1 500 euros pour les personnels des hôpitaux (exonérée d'impôts et de cotisations), indemnités journalières des personnels soignants infectés.

Ces mesures constituent plus de 80 % du coût budgétaire en 2020. Le reste des mesures adoptées, qui concernent les entreprises, a un coût budgétaire nettement plus limité. En premier lieu, les reports de cotisations sociales et d'impôts directs (IS, CVAE, impôts fonciers pour les entreprises mensualisées...) dus pendant les mois du confinement et le remboursement accéléré des crédits d'impôt (IS et TVA) représentent un coût en trésorerie pour les administrations publiques de plus de 50 milliards d'euros, mais sans impact sur le déficit public tant que ces prélèvements sont in fine acquittés par les entreprises. Des exonérations de cotisations ont en outre été prévues pour les PME qui ont pâti des interdictions administratives (hôtellerie-restauration, tourisme, spectacles), pour un coût de 5 milliards d'euros pour les finances publiques. Par ailleurs, l'utilisation immédiate des reports en arrière des déficits sur l'assiette de l'IS (*carry-back*) est prévue, pour un coût budgétaire de 500 millions d'euros.

Sans impact *a priori* sur le déficit, **un fonds de 20 milliards est mis en place pour des prises de participations dans des entreprises jugées stratégiques** – une vingtaine d'entreprises seraient concernées, notamment dans l'aéronautique (Air France) et l'automobile (Renault) – et un plafond de 300 milliards d'euros a été décidé pour garantir les prêts accordés par les banques aux entreprises pour maintenir leur trésorerie (plus de 120 milliards d'euros de prêts accordés à ce stade).

Enfin, des **plans de soutiens à l'automobile et à l'aéronautique** ont été présentés. Les montants évoqués par le gouvernement (respectivement 8 et 15 milliards d'euros) sont très éloignés de l'impact sur les finances publiques à attendre en 2020. D'une part, ces plans intègrent notamment les prêts garantis par l'Etat auprès de Renault (5 milliards d'euros) et d'Air France (4 milliards auxquels s'ajoutent 3 milliards d'euros de prêts directs par l'Etat actionnaire). D'autre part, les programmes d'investissement prévus – de 1 milliard pour l'automobile et 2,5 milliards pour l'aéronautique (robotisation, voiture électrique, technologie hydrogène) – se déploieront sur plusieurs années et mobiliseront des investissements en fonds propres et des investissements privés. Au total, le coût budgétaire en 2020 du plan automobile (essentiellement les subventions à la demande : primes à la conversion, bonus pour les hybrides rechargeables, aides à l'achat de véhicules électriques) et du plan aéronautique (R&D, accélération des commandes publiques de l'armée) ne devrait pas dépasser 1,5 milliard d'euros.

Coût pour les finances publiques en 2020 des mesures de soutien, en milliards d'euros

| | |
|---|-------------|
| Activité partielle | 31 |
| Fonds de solidarité pour les indépendants + aide exceptionnelle | 9,5 |
| Dépenses exceptionnelles de santé | 10,5 |
| Exonérations de cotisations sociales | 5 |
| Soutien aux revenus des plus modestes | 1 |
| Prolongations des droits à l'assurance-chômage, report de l'entrée en vigueur de la réforme | 1,5 |
| Report des déficits antérieurs | 0,5 |
| Mesures du plan de relance (aides à l'embauche, prime à la conversion...) | 5,5 |
| TOTAL | 64,5 |

Le gouvernement a beaucoup communiqué sur un montant de 470 milliards d'euros mobilisés en 2020 pour soutenir les ménages et les entreprises face aux conséquences économiques de la crise sanitaire. Le coût budgétaire est toutefois nettement moindre, le gouvernement estimant que ces mesures pèseraient sur le déficit public à hauteur de 64,5 milliards d'euros en 2020. Le coût de ces mesures pourrait par ailleurs légèrement augmenter dans le contexte du durcissement actuel des contraintes sanitaires, avec l'annonce récente d'une aide exceptionnelle de 150 euros pour les allocataires du RSA et de l'ASS (augmentée de 100 euros par enfant) et pour les bénéficiaires des APL, ce qui pourrait coûter de l'ordre de 1,5 milliard d'euros supplémentaires pour les finances publiques.

Ces montants ne doivent en outre pas être strictement ajoutés aux montants du plan de relance, dans le cadre duquel le gouvernement a annoncé mobiliser 100 milliards d'euros. En effet, une partie de ces mesures, qui correspond à un coût de 5,5 milliards d'euros en 2020, a déjà été intégrée dans les plans de soutien et été adoptée en loi de finances rectificative. Il s'agit notamment, pour partie, de la prime à l'embauche des jeunes de moins de 26 ans en CDI ou CDD de plus de 3 mois, de l'aide à l'apprentissage, de l'augmentation de l'allocation de rentrée scolaire, des subventions à la demande de véhicules propres ainsi que de certains investissements des plans automobile et aéronautique.

En réalité, deux temps de l'intervention publique se sont entremêlés au cours des lois de finances rectificatives pour 2020, sans que la communication du gouvernement ne les ait toujours distingués de manière explicite. D'une part, la prolongation des mesures de sauvegarde mais concentrée sur certains secteurs fragilisés (report ou annulations d'impôts et de cotisations, transferts directs, prêts participatifs...) auxquelles peuvent s'adjoindre des soutiens à la demandes (subventions/primes pour l'achat d'automobiles par exemple). D'autre part, des plans d'investissement pluriannuels, qui correspondent davantage à une stratégie de moyen terme permettant de conjurer le scénario d'un effondrement durable de l'investissement et, à terme, du PIB potentiel en privilégiant des domaines prioritaires d'avenir (numérique, transition énergétique, santé).

Principales mesures du plan de relance présenté par le gouvernement

1er axe : Transition écologique (30 milliards d'euros)

- 1) Rénovation énergétique des bâtiments (7 Md€)
 - Logements privés : Dispositif MaPrimRenov' (2 Md€ sur 2021-2022) pour les ménages (doublement du dispositif existant)
 - Logements publics : 4 Md€
 - Par ailleurs, le Ségur de la santé prévoit 2 Md€ pour les EPHAD et les hôpitaux
- 2) Décarbonation de l'industrie (1,2 Md€)
- 3) Infrastructures et mobilités (8,6 Md€)
 - Plan ferroviaire (4,7 Md€)
 - Plan automobile (1,9 Md€) : bonus écologique, prime à la conversion
 - Mobilités du quotidien (1,2 Md€) : plan vélo, transports en commun
- 4) Energie/technologies vertes (8,2 Md€)
 - Plan hydrogène + soutiens aux autres technologies clés (5,4 Md€)
 - Autres mesures des plans aéronautique et automobile (2,6 Md€)

2e axe : Compétitivité et relocalisation industrielle (34 milliards d'euros)

- 1) Baisse des impôts de production (baisse pérenne de 10 Md€, soit 20 Md€ cumulés sur 2021-2022)
 - Réduction de moitié pour l'ensemble des entreprises de la CVAE (suppression de la part régionale) : -7,3 Md€
 - Réduction de moitié des impôts fonciers (TF et CFE) des établissements industriels : -3,3 Md€
 - Abaissement du plafonnement de la contribution économique territoriale de 3 à 2 %
- 2) Renforcement des fonds propres des PME/ETI (3 Md€)
 - Label « France Relance » accordera à certains fonds l'accès à une garantie de Bpifrance (1 Md€)
 - Octroi de financements longs aux PME/ETI (prêts participatifs), soutenus par une garantie partielle de l'Etat, effet de levier escompté de l'ordre de 6 (10 à 20 Md€ de prêts participatifs)
- 3) Soutien au développement des technologies clé (4,6 Md€)
 - Renforcement du 4e PIA
 - Aides à des projets d'investissements (cloud, IA, ordinateurs quantiques, thérapies et dispositifs médicaux innovants...)
- 4) Relocalisation industrielle (1 Md€)
 - Fonds de 400 M€ pour soutenir des projets d'investissements industriels dans les territoires
 - Enveloppe de 600 M€ pour soutenir des projets d'investissement dans 5 secteurs critiques : santé, intrants critiques pour l'industrie, électronique, agro-alimentaire, applications industrielles de la 5G
- 5) Numérisation des services publics (1,5 Md€)

3e axe : Cohésion sociale et territoriale (36 milliards d'euros)

- 1) Prolongement et renforcement de l'activité partielle (7,6 Md€ en 2021)
- 2) Aides à l'embauche des jeunes de moins de 26 ans (3,2 Md€)
 - Aide d'un montant maximal de 4 000 euros pour une embauche entre août 2020 et janvier 2021 d'un jeune de moins de 26 ans en CDI ou CDD d'au moins 3 mois et un salaire jusqu'à 2 Smic
 - Aide à l'apprentissage ou au contrat de professionnalisation (5 000 euros pour les mineurs, 8 000 euros pour les majeurs) pour une embauche entre juillet 2020 et février 2021
- 3) Formation et accompagnement dans l'emploi (3,9 Md€)
- 4) Investissements du « Ségur de la santé » (6 Md€)
- 5) Soutiens aux collectivités territoriales (5,2 Md€)

Le montant global de 100 milliards d'euros évoqué par le gouvernement apparaît adapté à l'ampleur du choc subi par l'économie en 2020 et du décrochage par rapport à la trajectoire du PIB qui aurait prévalu en l'absence de crise sanitaire (-5 points fin 2021). Le double objectif de concilier soutien de l'économie à court terme (horizon 2021-2023 qui est celui de la programmation de l'essentiel des investissements) et soutien durable à la croissance à long terme (innovation, baisse pérenne de la fiscalité sur les facteurs de production, formation professionnelle) est intéressant car il répond à la double crise actuelle : une chute du PIB immédiate et un risque d'empreinte profonde et durable sur notre trajectoire de croissance.

Le montant de 100 milliards d'euros doit toutefois être relativisé. Le plan intègre des mesures de soutien à l'économie en 2020 (inclues à hauteur de 5,5 milliards d'euros dans le coût budgétaire de 64,5 milliards d'euros des mesures d'urgence en 2020). Il associe par ailleurs des mesures temporaires (soutiens à l'embauche jusqu'à début 2021, programmes pluriannuels d'investissement...) et des mesures pérennes (baisse de 10 milliards d'euros des impôts de production, curieusement comptabilisée à hauteur de 20 milliards en cumulant son impact budgétaire en 2021 puis en 2022). Certaines mesures enfin n'entraînent a priori pas de coût budgétaire (prêts participatifs, transferts de 5 milliards d'euros aux collectivités locales).

L'efficacité du plan de relance fait par ailleurs face à plusieurs risques :

1. Un risque de saupoudrage : on peut identifier plusieurs mesures structurantes (rénovation thermique des bâtiments, infrastructures ferroviaires, plan hydrogène, innovations industrielles, baisse des impôts de production, activité partielle, investissements du Ségur de la santé) qui représentent près de la moitié du plan de relance, mais à l'inverse on recense 38 mesures de moins de 1 milliard d'euros pour un montant global de 12,5 milliards d'euros. Cet éparpillement, qui résulte vraisemblablement d'une multitude de demandes sectorielles, fait courir le risque d'une déperdition de l'effort budgétaire et de son impact durable sur l'économie.

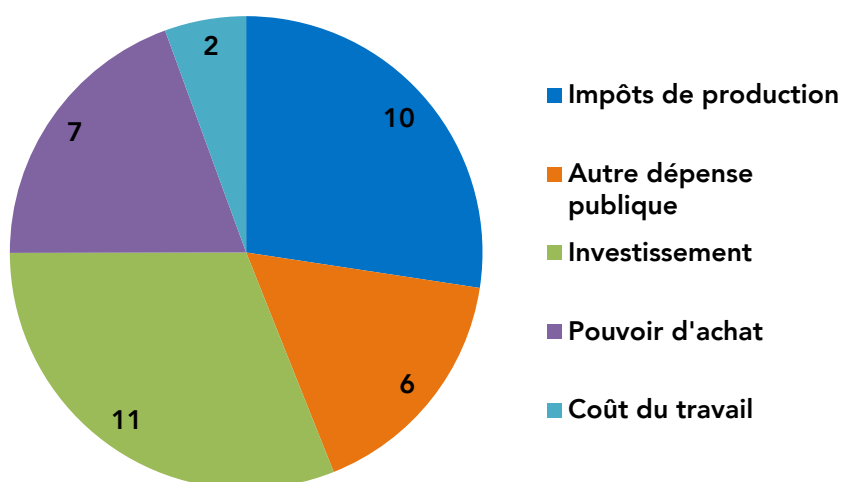
2. Un risque d'exécution : il s'agit peut-être du principal écueil de ce type de plan. L'exemple du programme d'investissement d'avenir (PIA) invite à la prudence. 57 milliards d'euros d'investissements ont été annoncés dans le cadre des PIA successifs depuis 2009 pour préparer l'avenir de l'économie française. Dix ans après, moins de la moitié de cette somme (25,5 milliards d'euros) avait été effectivement décaissée.

3. Un risque de substitution ou de recyclage : certaines mesures pourraient se substituer à d'autres plans d'investissement ou dépenses initialement prévues ou bien, au contraire, pourraient se voir intégrées au plan de relance alors qu'elles étaient déjà programmées avant la crise. Dans les deux cas, l'effet net du plan de relance sur l'activité en serait atténué.

4. Un risque de faible effet à moyen long terme : les nouveaux investissements et autres dépenses auront un effet à court terme sur l'activité. L'effet

de long terme sur l'efficacité de l'économie et les gains de productivité dépendra de la qualité de ces dépenses et en particuliers des investissements. L'identification des investissements dont la rentabilité socio-économique est élevée (reposant sur des analyses coûts-bénéfices rigoureuses) sera clé, de même que la capacité de réorienter certains programmes en cas de résultats insuffisants.

Répartition du plan de relance en 2021, en Md€

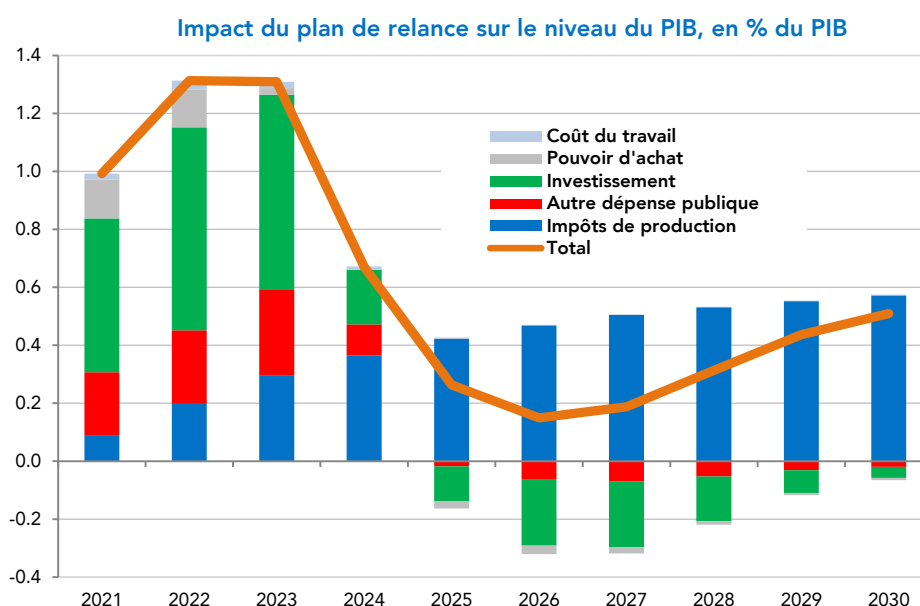


Nous avons évalué qu'en 2021, compte du caractère pluriannuel de certains programmes de dépenses et des délais nécessaires d'implémentation, une partie des mesures du plan de relance seraient mises en œuvre pour un coût pour les finances publiques de 36 milliards d'euros, soit une évaluation proche de celle du gouvernement. Ces mesures se décomposeraient en 10 milliards d'euros de baisses d'impôts de production, 11 milliards d'euros de dépenses d'investissement public, 7 milliards d'euros de soutien au pouvoir d'achat des ménages (activité partielle essentiellement), 2 milliards d'euros de baisse du coût du travail (prime à l'embauche, aide à l'apprentissage) et 6 milliards d'euros d'autres dépenses publiques (formation, subventions, développement du numérique dans les administrations et les entreprises).

Nous supposons ensuite que l'essentiel du plan est mis en œuvre à l'horizon 2024. Pour évaluer l'impact macroéconomique du plan de relance année après année, nous avons eu recours à un ensemble de variantes (qui décrivent l'impact au cours du temps et sur les différentes variables économiques d'une mesure de politique économique) de différents modèles macroéconométriques (dont le modèle Mésange de la DG Trésor). On retient, pour le court terme, des multiplicateurs élevés pour les mesures d'investissement et d'autres dépenses publiques (autour de l'unité), des multiplicateurs faibles pour la baisse des impôts de production (autour de 0,2-0,3) et des multiplicateurs de niveau intermédiaire (autour de 0,5) pour les mesures de transferts

aux ménages. A moyen-long terme, c'est au contraire la diminution des impôts de production – qui revient à alléger la fiscalité sur le travail et sur le capital des entreprises – qui a les multiplicateurs les plus élevés (nettement supérieurs à l'unité à long terme) alors que les impacts s'amenuisent pour les autres catégories de mesures. Cette évaluation suppose que les programmes pluriannuels de dépenses publiques du plan de relance s'éteindront effectivement en 2024-2025 – ce qui peut d'ailleurs être considéré comme peu probable, en particulier s'agissant des dépenses écologiques et en faveur de l'innovation. Par ailleurs, elle ne tient pas compte d'effets positifs de moyen-long terme de ces dépenses sur la productivité.

Au total, nous estimons que le plan de relance devrait soutenir l'activité à hauteur de 1 point de PIB en 2021, c'est-à-dire que le niveau du PIB serait supérieur de 1 point en 2021 par rapport à un scénario où le plan de relance n'aurait pas été mis en œuvre. L'effet multiplicateur de court terme serait donc de l'ordre de 0,7, ce qui est inférieur à l'estimation du gouvernement (multiplicateur de 1 pour un impact de +1,5 point de PIB en 2021). Les programmes d'investissement, les autres dépenses publiques et le dispositif d'activité partielle représenterait 90 % de cet impact. Les deux années suivantes, l'impact sur le niveau du PIB augmenterait à +1,3 point, du fait de la montée en puissance des investissements et autres dépenses. A partir de 2024, l'impact global du plan de relance diminuerait sensiblement, en raison de l'arrivée à leur terme de l'essentiel des flux de dépenses (investissement ou autre). La montée en charge des effets de la baisse pérenne des impôts de production prendrait parallèlement le relais pour faire remonter progressivement l'impact global du plan de relance. **A l'horizon 2030, le niveau du PIB serait ainsi supérieur de 0,5 point au niveau qui aurait été atteint en l'absence des mesures du plan de relance (toutes choses égales par ailleurs).**



Lecture : en 2023, le niveau du PIB serait supérieur de 1,3 point par rapport à un scénario où le plan de relance n'aurait pas été mis en œuvre. La baisse des impôts de production contribuerait à hauteur de 0,3 point à cet impact.

Le plan de relance dessine une stratégie économique de moyen terme qui vise en particulier à conjurer un effondrement de l'investissement tout en préparant l'adaptation du système productif aux mutations en cours (innovations technologiques, changement climatique). En cela, il constitue à la fois une politique de soutien à l'offre et à la demande. A l'offre parce que le pari est d'augmenter durablement la productivité, la compétitivité et le potentiel de production. Mais également à la demande – qui ne se réduit pas à la consommation des ménages (par ailleurs stimulée par le prolongement de l'activité partielle) – dont l'investissement et les autres dépenses publiques sont une composante essentielle. Le succès du plan sur le court terme dépendra de la rapidité d'exécution et sa réussite sur le long terme de l'identification des investissements les plus utiles. Deux contraintes qu'il pourrait être difficile de concilier en pratique.

6

Que faut-il attendre des plans européens ?

Face à la crise sanitaire qui a touché tous les pays européens, l'Union européenne a mis en place plusieurs dispositifs visant à alléger la pression générée par la crise sur les économies et les finances publiques des Etats-membres. Aux politiques ultra-accommodantes mises en place par la Banque centrale européenne se sont ajoutés les dispositifs d'urgence puis de relance orchestrés par la Commission européenne.

La Banque centrale européenne, dont le processus décisionnel est indépendant et plus rapide que celui du Conseil européen, a été en première ligne pour amortir le choc de la crise sur les économies et les finances publiques des pays-membres. Ses actions ont été principalement de trois ordres : i) achats massifs de titres obligataires surtout publics pour limiter la hausse des primes de risque et des taux d'intérêt , ii) fourniture exceptionnelle de financements de court terme aux banques pour éviter toute crise de liquidité, iii) fourniture exceptionnelle de financements pluriannuels aux banques pour maintenir le crédit à l'économie réelle.

L'Eurogroupe du 9 avril a abouti à un accord entériné ensuite par le Conseil européen permettant de mobiliser jusqu'à 540 milliards d'euros de financements. Trois filets de sécurité d'urgence pour les Etats, les travailleurs et les entreprises, ainsi qu'un fonds de relance (dont les contours ont été définis ultérieurement) ont alors été décidés.

A destination des Etats : la ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité (MES) appelée *Pandemic Crisis Support*, pouvant théoriquement atteindre 240 Md€, est opérationnelle depuis le 15 mai et disponible jusqu'à fin 2022. Tout Etat de la zone euro en faisant la demande peut bénéficier d'une ligne de crédit jusqu'à 2 % de son PIB dans des termes standardisés (le coût de financement du MES plus une marge de crédit), sur la base d'une évaluation préalable par les institutions européennes, à rembourser sous 10 ans. Le pays bénéficiaire doit en retour s'engager à utiliser la somme prêtée pour couvrir exclusivement des dépenses de santé liées à la crise. Aucun pays n'a encore activé ce dispositif et les 240 Md€ évoqués, supposant une utilisation maximale par tous les pays de la zone euro, sont sans doute un majorant puisque les pays les moins endettés de la zone euro n'auraient aucun intérêt à y recourir.

A destination des travailleurs : le dispositif SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency*) de la Commission européenne est un instrument européen temporaire de refinancement des dispositifs de chômage partiel nationaux, dont la capacité peut atteindre 100 Md€. Il permet de fournir une assistance financière sous forme de prêts de l'UE à des conditions favorables aux Etats-membres confrontés à une hausse soudaine de leurs dépenses publiques liée à la préservation de l'emploi. L'instrument SURE doit être financé par des « obligations sociales » (titres assurant les investisseurs que les fonds mobilisés par ces obligations serviront un véritable

objectif social) émises par la Commission européenne et sera couvert par des garanties des Etats-membres à proportion de leur revenu national brut. Le Conseil européen a approuvé en septembre un soutien de 87,4 Md€ à 16 Etats-membres (la France n'en fait pas partie), dont 27,4 Md€ à destination de l'Italie et 21,3 Md€ à destination de l'Espagne. Les sommes prêtées sont destinées à couvrir une partie des coûts des dispositifs d'activité partielle, voire des dépenses sanitaires visant à favoriser le retour au travail.

A destination des entreprises, le Fonds de garantie paneuropéen Covid-19 de la Banque européenne d'Investissement (BEI), garanti à hauteur de 25 Md€ par les 27 Etats-membres de l'UE à proportion de leur quote-part au capital de la BEI, vise à mobiliser à destination des PME les plus affectées par la crise de la Covid-19 des prêts dans la limite de 200 Md€. Ses opérations viennent de débuter en octobre 2020.

Ces trois dispositifs, mis en place dans l'urgence lors de la période de confinement, ont eu pour objectif principal de limiter à court terme les risques sur le financement des Etats-membres les plus susceptibles de voir leurs taux d'intérêt se tendre. L'économie française n'en a pour l'heure tiré que peu de bénéfices directs, en dehors du fait que ces dispositifs ont de façon générale contribué à rassurer les marchés.

Un plan de relance intitulé Next Generation EU a été négocié en juillet en parallèle avec le budget à long terme de l'UE pour la période 2021-2027. Malgré les réticences affichées des pays dits « frugaux » de l'UE, un accord a été trouvé pour un plan de relance doté d'une capacité financière de 750 Md€ maximum (en prix de 2018), financé par des emprunts de la Commission européenne sur les marchés de capitaux sur la période 2021-2026. Ces emprunts ne seront remboursés que sur la période 2028-2058 en partie par la mise en place de nouvelles ressources propres européennes. C'est la première fois que la Commission est autorisée à emprunter dans de telles proportions. Sur le total de 750 Md€, jusqu'à 390 Md€ seraient versés sous forme de subventions, et jusqu'à 360 Md€ sous forme de prêts aux Etats-membres qui en feront la demande.

La Facilité pour la reprise et la résilience délivrera 80 % des subventions prévues, soit 312 Md€ sur 390 Md€. Il est prévu que 70 % des subventions de l'instrument devront être engagés (et non nécessairement déboursés) d'ici fin 2022, les 30 % restants en 2023. Les déboursements correspondant à ces engagements pourront eux s'étaler jusqu'à fin 2026. Pour bénéficier de ces subventions, les Etats-membres devront préparer et soumettre avant avril 2021 des « plans nationaux de relance et de résilience » pour les années 2021-2023, définissant leur programme d'investissements mais aussi de réformes. La Commission européenne aura alors deux mois pour évaluer leur cohérence avec les priorités européennes (dont une contribution significative à la transition énergétique et digitale) ainsi qu'avec les recommandations spécifiques à chaque pays. Le Conseil européen aura ensuite 1 mois pour approuver chaque plan de relance national à la majorité qualifiée. Le déblocage des subventions au fil du déroulement du plan restera ensuite soumis à la validation de jalons et d'objectifs.

La ventilation entre Etats-membres des subventions de la Facilité a déjà été arrêtée pour les années 2021-2022, en fonction de trois critères peu liés à la pandémie : la population, le PIB par habitant et le taux de chômage sur la période 2015-2019. Les 30 % restant à engager en 2023 le seront en fonction notamment de la baisse de PIB intervenue en 2020-2021. Les dernières simulations de la Commission européenne laissent entendre que les principaux bénéficiaires en montant absolu des subventions sur les trois années seraient l'Italie (65,5 Md€), l'Espagne (59,2 Md€), puis la France (37,4 Md€).

Le plan de relance prévoit également l'octroi de **prêts pour un montant maximum de 360 Md€**, chaque Etat-membre pouvant s'il le souhaite se voir prêter une somme allant jusqu'à 6,8 % de son revenu national brut. Ces 360 Md€ de prêts potentiels et les 312 Md€ de subventions de la Facilité pour la reprise et la résilience seront complétés des **subventions de 77,5 Md€ qui viendront abonder temporairement des programmes par ailleurs intégrés au budget de l'UE** (ReactEU, Horizon Europe, InvestEU, Développement Rural, Just Transition Fund...).

Quel impact attendre de Next Generation EU pour la France ? De même que pour les trois filets de sécurité, il paraît à ce stade peu probable que la France ait recours aux prêts du dispositif, pouvant déjà directement emprunter à des conditions très favorables sur les marchés. Nous nous concentrerons donc sur la partie subventions de la Facilité pour la reprise et la résilience, laquelle doit selon les dernières estimations apporter 37,4 Md€ à la France sur une capacité totale de 312 Md€. Plusieurs réflexions méritent d'être apportées.

- **Il existe tout d'abord une dimension de transfert intertemporel** à bien considérer. Les sommes engagées dans le cadre de la Facilité ne seront remboursées qu'à compter de 2028. Elles représenteront donc des dépenses et un stimulus supplémentaire sans exigences de remboursement dans l'horizon de temps de la crise de la Covid-19. De surcroît, il est possible que la dette des Etats-membres liée à l'engagement de remboursement de cette facilité ne soit pas comptabilisée au sein de la dette au sens de Maastricht, de même que c'est le cas pour le MES. Ce serait toutefois seulement un effet d'affichage, les sommes à rembourser n'étant pas moins réelles. Si les engagements étaient comme c'est probable répartis en fonction de la quote-part du revenu national brut de chaque Etat-membre, la France s'endetterait indirectement à hauteur de 17,7 % du total, soit 55,2 Md€ de 2018 au titre de la Facilité, et jusqu'à 132,8 Md€ si l'intégralité des 750 Md€ du plan étaient empruntés par la Commission (ce qui ne sera probablement pas le cas). Cela représenterait entre 2,3 et 5,6 % du PIB français.

- **Il existe une dimension de transferts interétatiques.** Sur la partie subventions de la Facilité, les sommes versées aux Etats peuvent différer considérablement de leurs engagements au titre de leur quote-part du revenu national brut de l'UE. La France se trouverait ainsi contributrice nette à hauteur de 18 Md€, ce qui peut paraître paradoxal pour un Etat étant jusqu'ici plutôt parmi les plus affectés par la pandémie. L'explication de ce paradoxe est que la clé de répartition des subventions de la Facilité prend avant tout en compte le niveau

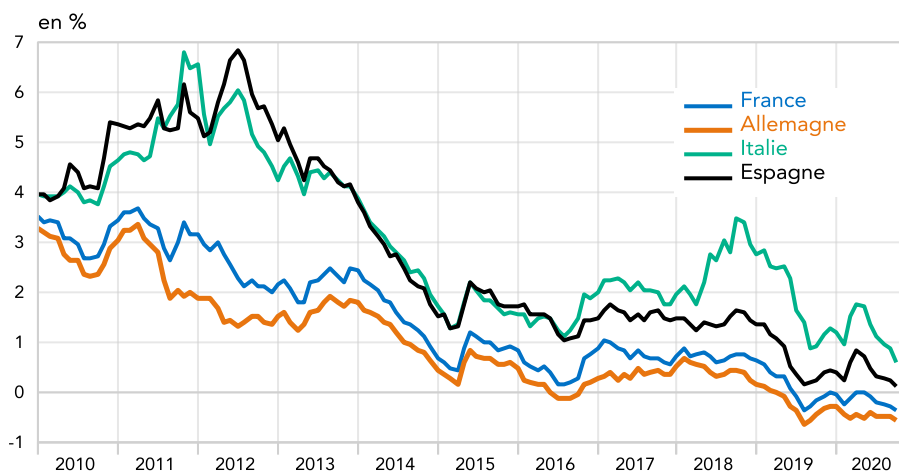
de vie des Etats-membres, dans une logique comparable à celle des Fonds de cohésion. On peut en un sens interpréter le plan de relance européen comme un étage supplémentaire du budget de l'UE permettant de le faire passer provisoirement au-delà de 1 % du PIB, avec en outre une logique de transfert des Etats-membres les plus riches vers les moins riches, davantage que des Etats-membres les moins affectés par la pandémie vers les plus affectés.

- **L'imbrication entre plan de relance européen et plan de relance national** doit être bien comprise. Sur les 100 milliards affichés par le gouvernement français, 37 Md€ d'investissements pourraient donc provenir de subventions du plan de relance européen. Ces montants de dépenses ne doivent pas être comptés deux fois, il s'agit en fait de projets du plan de relance français dont le financement serait assuré par la Facilité européenne, et que la France devra elle-même « sur-rembourser » à partir de 2028.

- **La rapidité d'exécution du plan de relance européen** ne doit enfin pas être surestimée. Si toutes les subventions de la Facilité devront avoir été engagées d'ici fin 2023, les versements s'étaleront jusqu'à fin 2026. Le processus de validation puis d'ajustement des plans de relance nationaux par la Commission et le Conseil européens prendra du temps et ne permettra pas un déblocage très rapide des fonds en 2021. Dans une première ébauche de calendrier du plan publiée en annexe de ses annonces, la Commission anticipait ainsi que seuls 22 % des subventions (soit 8 Md€ et 0,3 point de PIB dans le cas de la France) seraient effectivement déboursées en 2021-2022.

- **Les différentes mesures adoptées à l'échelon européen ont surtout réduit le risque d'instabilité financière au sein de l'UE et de la zone euro**, comme en témoigne la baisse généralisée des taux souverains. Bien que la France soit moins directement concernée par ce risque d'instabilité que l'Italie ou l'Espagne, elle a aussi bénéficié de ces politiques, qui n'ont toutefois pas résolu le risque de divergences intra-européennes à plus long terme.

Taux des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Datastream

© Rexecode

7

Faut-il en faire plus pour la demande ?

La sortie du confinement à la fin du printemps a partiellement libéré les consommateurs et a provoqué un rebond marqué de la consommation. De nombreuses entreprises constatent néanmoins que leur situation reste très en-dessous de la normale et qu'à défaut d'une demande suffisante, leur expansion ne reprendra pas et leurs difficultés perdureront.

Certains professionnels et des économistes ont critiqué le plan du gouvernement comme étant trop tourné vers l'offre, avec des effets lents à se manifester sur l'activité. Ils plaident donc pour un soutien direct et plus affirmé de la demande. Ce jugement repose selon nous sur une erreur d'analyse. D'une part, le dispositif d'activité partielle a permis à l'essentiel des salariés de préserver leur emploi et leurs revenus en 2020 et certaines mesures du plan de relance sont explicitement tournées vers le soutien aux revenus (7 milliards d'euros consacrés à nouveau au dispositif d'activité partielle) ou le soutien de court terme à l'emploi (3 milliards d'euros pour la prime à l'embauche et les aides à l'apprentissage). D'autre part, la plupart des autres mesures constituent des dépenses d'investissement ou de consommation publique. Si le gouvernement en escompte à moyen-long terme des effets d'offre (amélioration de la productivité, de la compétitivité, réindustrialisation), ces dépenses constituent à court terme une composante de la demande globale. La mise en œuvre des programmes d'investissement dès 2021 implique de faire travailler des entreprises et, par conséquent, de soutenir l'emploi et les revenus dans les prochains mois. De la même manière, les dépenses de formation professionnelle supposent d'embaucher et de rémunérer des formateurs. Ces mesures constituent donc un soutien à la demande à court terme, à partir du moment où elles sont effectivement mise en œuvre, et un soutien de moyen terme à l'offre de manière plus lointaine, en fonction de la pertinence et de l'efficacité des dépenses engagées. Les politiques de demande ne se réduisent pas au soutien direct à la consommation des ménages et les dépenses publiques ont toutes un impact sur la demande finale, dès lors qu'elles ne sont pas financées par un prélèvement fiscal supplémentaire ou par de moindres dépenses par ailleurs. Ce n'est pas la définition de la mesure qui compte, c'est le fait qu'elle se traduit par l'injection exogène d'une demande finale par l'Etat. De ce point de vue, **la plupart des mesures du plan de relance sont à la fois des mesures d'offre et des mesures de demande.**

La baisse pérenne des impôts de production, à hauteur de 10 milliards d'euros, apparaît comme la seule mesure clairement orientée vers le soutien à long terme de l'offre, avec des effets de court terme vraisemblablement limités. La baisse des impôts fonciers, dont les bases sont peu sensibles à l'activité, pourra toutefois rapidement soulager la trésorerie des entreprises et faciliter la survie de celles qui sont les plus fragilisées par la crise.

Un soutien supplémentaire de certaines catégories de ménages pourrait toutefois se justifier, car certaines personnes ont été et/ou vont être très durement frappées par la crise actuelle (perte d'emploi, difficultés d'insertion pour les jeunes, indépendants en faillite). Ce soutien aux plus démunis fait

un peu figure d'absent dans le plan de relance. Des transferts exceptionnels, plutôt qu'une augmentation générale des minima sociaux qui doit s'inscrire dans un débat plus structurel sur la redistribution et l'architecture de nos prélèvements et transferts destinés à ces publics pourraient se justifier.

Certains ont avancé une proposition d'éco-chèque (ou « chèque vert », qui présenterait l'avantage d'éviter l'obstacle éventuel de l'épargne de précaution tout en favorisant une consommation plus économe en carbone. Ce dispositif, qui existe notamment en Belgique, consisterait en un chèque ponctuel attribué sous certaines conditions et qui permettrait de consommer des biens et services répondant à des objectifs environnementaux (par exemple véhicules électriques, produits de l'agriculture raisonnée, rénovation thermique...). Le chèque (par exemple, 250 euros à utiliser au cours des 6 prochains mois) serait donc conditionné à l'acte de consommation. **Un tel dispositif vise deux objectifs** : d'une part favoriser la relance de l'économie en soutenant la consommation et l'activité, d'autre part inciter les bénéficiaires du chèque à adopter des comportements respectueux de l'environnement. Pour ce faire, à montant donné du chèque, deux choix doivent être effectués : (i) la population cible des bénéficiaires, (ii) les biens et services éligibles.

Le premier objectif (relance de la consommation et de l'activité en France) plaide pour les principes suivants :

1. Un ciblage sur les ménages modestes. Les ménages ont une propension moyenne (et marginale) à consommer décroissante avec le revenu et le niveau de vie (après impôts et transferts). A enveloppe budgétaire donnée, un transfert concentré sur les ménages modestes aurait donc un impact immédiat plus important sur la consommation.
2. Une incitation à la consommation. Si les biens et services éligibles ont un prix hors de portée des ménages modestes, même une fois pris en compte le chèque de l'ordre de 250 euros (par exemple, voiture électrique, rénovation thermique), le chèque ne serait que très peu utilisé. Il est donc crucial de retenir des produits abordables (alimentaire, vélo ou scooter électrique, chaudière) dans le panier de biens éligibles. Par ailleurs, l'éventail de ce panier devrait être suffisamment large pour répondre à la variété des besoins et préférences des consommateurs cibles, faute de quoi le taux d'utilisation du chèque risque d'être limité.
3. Un ciblage sur les biens et services à faible contenu en importation. Pour que la relance de la consommation produise les effets les plus importants sur l'activité, il est nécessaire que les produits ciblés aient un contenu en importation faible et un contenu en valeur ajoutée « made in France » élevé. A cet égard, la consommation de travaux mobilisant la construction (rénovation thermique, installation de chaudière) est vraisemblablement plus « vertueuse » que l'achat de véhicules électriques ou de panneaux photovoltaïques (essentiellement fabriqués à l'étranger). Les produits alimentaires sont dans une situation intermédiaire, avec une forte hétérogénéité selon les

catégories, en particulier en « bio » : œufs, produits laitiers, viandes et boissons alcoolisées proviendraient quasi-exclusivement de France, alors que plus de la moitié des fruits proviendraient de l'étranger.

La satisfaction du second objectif (incitation à des comportements de consommation plus écologiques) plaide pour les principes suivants :

1. Minimiser l'effet d'aubaine : il s'agit de cibler les catégories de ménages qui n'auraient pas effectué la dépense en l'absence du chèque. Les ménages aisés engagent davantage de travaux de rénovation que les ménages modestes, ce qui plaide pour un ciblage sur les ménages à bas et moyens revenus.
2. Maximiser l'effet déclencheur pour les dépenses importantes : il est nécessaire, pour les dépenses importantes (rénovation, véhicule électrique), que le chèque soit un élément déclencheur de la décision d'achat, ce qui plaide pour un ciblage sur des ménages à revenus moyens voire élevés, le coût étant trop important pour les ménages modestes sauf à fixer le montant du chèque nettement à la hausse.
3. Modifier durablement la consommation énergétique : le chèque étant ponctuel, il ne peut durablement modifier la consommation énergétique des ménages éligibles que s'il porte sur des biens durables. Cela suppose donc notamment de privilégier les modes de transport économes en carbone, la rénovation thermique, l'achat de chaudières à haute performance etc. par rapport aux produits alimentaires.

Toutes ces conditions sont difficilement conciliables. Le choix des populations cibles et des biens et services éligibles suppose ainsi de privilégier certains objectifs par rapport à d'autres. Le tableau ci-dessous synthétise les choix qui peuvent être faits en fonction des objectifs retenus. En particulier, **une priorité à la consommation conduit à privilégier un ciblage sur les ménages modestes** et des biens peu coûteux (par exemple deux roues électriques, chaudière à haute performance, produits alimentaires issus de l'agriculture raisonnée/bio). A l'inverse, **privilégier l'impact environnemental plaiderait plutôt pour concentrer le versement du chèque aux ménages à revenus moyens et financer la consommation de biens et services durables coûteux** (voiture électrique, rénovation thermique des bâtiments).

| Objectifs | | Population cible | | | Biens et services éligibles | | |
|----------------------------|---|----------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------------------|----------------------------|------------------------|
| | | Ménages à revenus modestes | Ménages à revenus moyens | Ménages à revenus aisés | Produits alimentaires | Biens durables peu coûteux | Biens durables coûteux |
| Objectifs économiques | Maximiser l'effet sur la consommation | XX | | | XX | X | |
| | Maximiser l'effet sur l'activité | X | X | | | X | |
| | Soutenir les secteurs en difficulté | | X | | | X | XX |
| Objectifs environnementaux | Minimiser l'effet d'aubaine | XX | X | | X | XX | |
| | Maximiser l'effet déclencheur pour les dépenses importantes | | XX | X | | | XX |
| | Modifier durablement la consommation énergétique | | X | X | | X | XX |

L'objectif d'orienter durablement les comportements vers des pratiques plus économes en carbone doit à notre sens s'inscrire dans une politique pérenne plutôt que de reposer sur des dispositifs transitoires. Reste l'objectif de contribuer à la relance de l'activité. On peine alors à saisir pourquoi les dépenses de nature « écologique » devraient être privilégiées par rapport à un soutien plus général à la consommation. On en revient alors à la problématique soulevée plus haut de soutenir les revenus des personnes les plus fragilisées par la crise. C'est pourquoi nous préconisons plutôt un chèque-solidarité plutôt qu'un chèque vert.

Le Président de la République a récemment annoncé une aide exceptionnelle de 150 euros pour les allocataires du RSA et de l'ASS (augmentée de 100 euros par enfant) et pour les bénéficiaires des APL, ce qui pourrait coûter de l'ordre de 1,5 milliard d'euros supplémentaires pour les finances publiques. Cette aide a pour limite de ne cibler que les allocataires actuels, qui demandent effectivement ces aides (le taux de non-recours pour le RSA serait de 35 % selon la DREES), et risque de ne pas toucher un nombre important de personnes qui tomberaient brutalement dans la précarité au cours de la crise actuelle. **Ces mesures à caractère général sont favorables aux catégories de ménages modestes, mais elles laissent échapper la partie de population la plus démunie**, qui se situe souvent en dehors des radars classiques des prestations sociales³.

Une proposition pourrait être l'attribution d'une aide exceptionnelle aux personnes sans revenu ou dont les revenus mensuels imposables (y compris transferts) seraient inférieurs à un certain seuil. Le seuil pourrait bien sûr être modulé en fonction de la composition du ménage. Une proposition alternative, mieux ciblée, serait d'augmenter les moyens mis à disposition des associations d'aide à la pauvreté telles que le Secours populaire. **Si une mesure spécifique de soutien de la demande était envisagée, l'hypothèse d'un chèque-solidarité ciblé sur les personnes les plus en difficulté serait préférable à un chèque ciblé sur des produits.**

³ Comme l'a à juste titre souligné Philippe Trainar dans la chronique des Echos du 21 octobre 2020.

8

Fallait-il baisser les impôts de production ?

Rexecode souligne depuis plusieurs années l'affaiblissement de la croissance française dû au recul des parts de marché à l'exportation de la France par rapport à la moyenne de la zone euro, particulièrement par rapport à notre principal concurrent qu'est l'Allemagne. Dès 2011, l'ouvrage *Compétitivité France Allemagne le grand écart*⁴ avait montré que la perte de compétitivité-coût de la France entraînait une désindustrialisation du territoire français et un recul progressif de la compétitivité structurelle. Il appelait à des mesures directes de renforcement de notre compétitivité structurelle (formation, recherche, innovation), mais aussi à un « recalage » rapide de nos coûts de production, l'effet de la perte de compétitivité-coût risquant de l'emporter sur la capacité de reconstitution de la compétitivité structurelle.

Pour ce qui concerne le coût du travail, des mesures ont été prises en 2013-2014 avec le CICE et le Pacte de Responsabilité. **Les effets positifs des mesures d'allègement des cotisations sociales apparaissent progressivement, ils sont attestés par le début de stabilisation de nos parts de marché à l'exportation**, encore récent et fragile mais visible sur les années 2015 à 2018. Notre analyse a ensuite porté sur le poids de la fiscalité dans les coûts de production⁵. Rexecode a mis en lumière une **deuxième cause de nos surcoûts de production**, du fait que plusieurs impôts viennent en France, plus que chez nos partenaires, charger les comptes d'exploitation. Ces impôts ont été qualifiés « d'impôt de production ». Cette observation a été relayée en 2019 par une étude du Conseil d'Analyse Economique⁶. **Le gouvernement a commencé à corriger ce handicap de coût dans le projet de loi de finances pour 2021.**

La France se singularise en effet par le nombre et le niveau des impôts de production qui pèsent sur la compétitivité-coût des entreprises. Ces coûts pèsent en France 3,2 % du PIB contre 1,6 % en moyenne dans l'Union européenne et 0,4 % en Allemagne en 2018 pour les impôts de production au sens de la comptabilité nationale⁷. Les impôts de production, plus nombreux et plus élevés en France que dans des pays voisins ou concurrents, pèsent en particulier sur l'attractivité du territoire et affectent défavorablement les décisions d'implantation et d'investissement des entreprises industrielles.

⁴ Michel Didier, Jean-François Ouvrard, *Compétitivité France Allemagne le grand écart*, Economica, Paris mars 2011.

⁵ Michel Didier, Jean-François Ouvrard, Pascale Scapechi, *Réforme fiscale et retour de la croissance*, Economica, Paris, mars 2014.

⁶ *Les impôts sur (ou contre) la production*, juin 2019. Les notes du Conseil d'Analyse Economique, n° 53, juin 2019..

⁷ Pour une analyse fine des impôts de production, on pourra se reporter au document de travail n° 68 *Le poids et la structure des prélèvements obligatoires sur les entreprises industrielles*, mai 2018, et au document de travail n° 72 *Le poids des prélèvements obligatoires en France et dans trois grands pays européens*, octobre 2019.

Les principaux impôts de production sont la contribution économique territoriale (CET), composée de la cotisation foncière des entreprises (CFE) et de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), ainsi que la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB). Il s'y ajoute la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S), la taxe sur les salaires, le versement transport. Ils portent sur une variété d'assiettes : la valeur du chiffre d'affaires (C3S), la valeur ajoutée (CVAE), le foncier (CFE et TFPB), la masse salariale (taxe sur les salaires, versement transport...). Ces impôts ont en commun de taxer les entreprises assez en amont dans leur compte d'exploitation et pour certains d'entre eux d'être dus avant même qu'elles aient dégagé des bénéfices.

La baisse de 10 milliards d'euros des impôts de production décidée par le gouvernement repose, selon le projet de loi de finances, sur trois mesures :

- La réduction de 50 % de la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) pour toutes les entreprises redevables de cet impôt, ce qui correspond à la suppression de la part régionale de cet impôt (-7 milliards d'euros)
- une réduction de moitié des impôts fonciers des établissements industriels (-1,75 milliard d'euros de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) et -1,5 milliard d'euros de cotisation foncière des entreprises (CFE)) ;
- l'abaissement du taux de plafonnement de la Contribution Economique Territoriale (CET) en fonction de la valeur ajoutée qui serait ramené de 3 % à 2 %, afin d'éviter que tout ou partie du gain pour les entreprises de la baisse de la CVAE et des impôts fonciers ne soit neutralisé par le plafonnement.

Cette diminution des impôts de production bénéficierait notamment à l'industrie (37 % du gain, soit une baisse de 3,8 milliards d'euros) ainsi qu'au commerce (15 % du gain). Les PME et les ETI seraient particulièrement gagnantes avec respectivement 32 % et 42 % de l'allègement. Par ailleurs, les pertes de recettes induites pour les collectivités locales (régions et communes) seraient intégralement compensées par l'Etat.

S'agissant des entreprises industrielles, la baisse des impôts de production correspond à 1,6 % de leur valeur ajoutée. On notera que la hausse des marges entraînerait un surcroît d'impôt sur les sociétés dû (un « retour d'IS ») de l'ordre de 530 millions d'euros pour l'industrie (en retenant une hypothèse de taux marginal moyen d'impôt sur les sociétés de 14 %). Pour l'ensemble des secteurs, le retour d'impôt sur les sociétés représenterait 1,4 milliards d'euros – toujours sous la même hypothèse de taux marginal moyen d'IS, ce qui ramènerait la baisse nette d'imposition sur les entreprises à 8,6 milliards d'euros.

La proposition de baisse des impôts de production a suscité certaines critiques. Cette baisse serait inopportune car ses effets sont progressifs dans le temps alors que la relance de la croissance exigerait des mesures à effet immédiat comme des mesures en soutien à la consommation des ménages. Il n'est pas contestable que l'impact de la baisse des impôts de production

sera progressif, mais cette baisse renforcera notre croissance potentielle alors qu'une mesure de dépense publique de type « pouvoir d'achat » immédiate n'aurait aucun impact sur notre potentiel de production et de croissance. Or notre industrie a besoin de se reconstituer structurellement, après vingt années de pertes de substance par rapport à nos concurrents de la zone euro en termes de parts de marché à l'exportation. Il convient de rappeler que **le recul de nos parts de marché à l'exportation depuis 2000 nous fait perdre actuellement 210 milliards d'euros d'exportation**, donc de demande finale, chaque année. La baisse de nos parts de marché à l'exportation dans la zone euro a été freinée à partir de 2014, par la baisse des cotisations sociales et le CICE, ce qui confirme l'importance de la compétitivité-coût. La baisse des impôts de production constituera un nouveau facteur favorable.

La contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S) est actuellement due par les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 19 millions d'euros. Sa suppression totale doit rester un objectif. En effet, la C3S pèse encore sur l'essentiel des ETI et peut dissuader des moyennes entreprises de se développer en France. Surtout, la C3S étant assise sur le chiffre d'affaires, elle se répercute tout au long des chaînes de valeurs situées en France et se trouve donc acquittée indirectement par la plupart des entreprises. Son coût est ainsi moins directement perceptible par l'ensemble du système productif, mais la C3S a pu progressivement dissuader l'établissement de longues chaînes de valeurs sur le territoire national.

La baisse de la CFE et des taxes foncières ont un intérêt particulier dans le contexte actuel. En effet, il s'agit de prélèvements par nature insensibles aux variations brutales d'activité qui ne jouent aucun rôle contra-cyclique de stabilisateurs automatiques. La CFE et la TFPB s'apparentent de ce fait à des charges fixes, contrairement à la CVAE et surtout à la C3S qui est très fortement corrélée à l'activité de l'entreprise. La baisse de 3 milliards d'euros de ces taxes sur le foncier permet ainsi d'alléger sensiblement la pression fiscale des entreprises les plus fragilisées par la crise sanitaire et ses conséquences économiques.

Au total, la baisse des impôts de production inscrite dans le plan de relance nous semble trouver un équilibre entre l'impératif immédiat d'améliorer la situation financière des entreprises et le souci de maximiser les effets de long terme en diminuant de manière pérenne les prélèvements sur les coûts du capital et du travail (baisse de la CVAE).

Nous évaluons, à l'aide de variantes standards de modèles macroéconométriques, que l'impact de la baisse des impôts de production de 10 milliards d'euros aurait une montée en puissance progressive. Cet allègement de la fiscalité pesant sur le capital et le travail stimulerait graduellement l'emploi et l'investissement productif. Le surcroît de marges des entreprises leur permettrait également de gagner en compétitivité-prix et d'accroître leurs parts de marché à l'export. La baisse des impôts de production conduirait, hors prise en compte d'un financement futur par des hausses

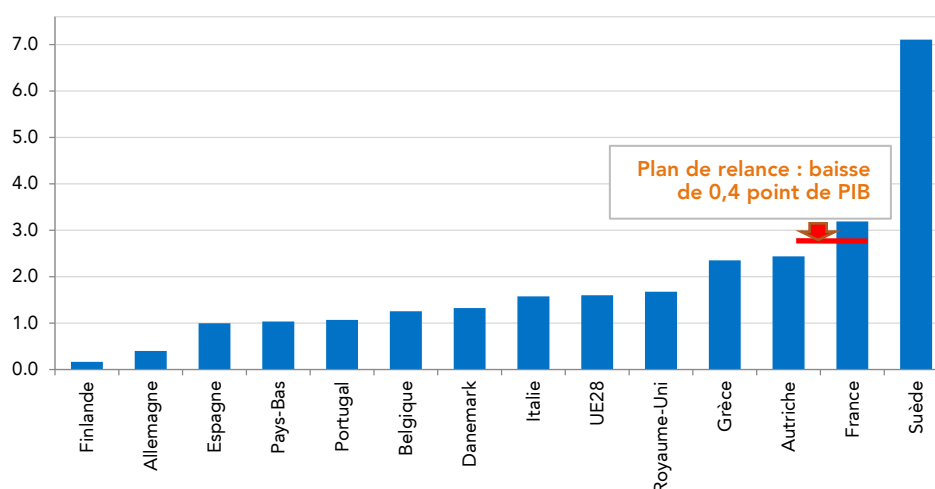
d'autres prélèvements ou d'efforts d'économie de dépense publique, à un surcroît de 0,1 point de croissance par an entre 2021 et 2025. **A l'horizon 2030, le niveau du PIB serait supérieur de 0,6 point par rapport à un scénario sans baisse d'impôt de production**, l'emploi de 100 000 personnes, l'investissement des SNF de 0,9 point et les exportations de 0,4 point.

**Impact d'une baisse des impôts de production de 10 milliards d'euros
(Ecart au compte central en %)**

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| PIB en volume | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Emploi salarié (en milliers) | 24 | 59 | 76 | 82 | 87 | 94 | 98 | 100 | 101 | 101 |
| Investissement des SNF | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Exportations | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |

Il reste que les allègements consentis, pour importants qu'ils soient, ne comblent qu'une faible partie de l'écart avec la moyenne européenne et a fortiori de l'écart avec l'Allemagne : une baisse supplémentaire de 28 milliards d'euros serait nécessaire pour résorber l'écart à la moyenne européenne, et une baisse de 56 milliards d'euros pour résorber l'écart avec l'Allemagne. En particulier, même après prise en compte de cette baisse, la France demeurerait le pays européen où les impôts de production sont les plus élevés (derrière la Suède). **Des baisses supplémentaires des impôts de production restent donc souhaitables pour renforcer notre compétitivité.**

**Poids des impôts de production sur les entreprises (SNF + SF)
dans le PIB, 2018**



Sources : Eurostat, comptes nationaux, calculs Rexecode



Faut-il aller plus loin dans le renforcement des fonds propres des entreprises ?

Le recul de la production due à la crise sanitaire et au confinement a entraîné une révision en baisse des résultats d'exploitation des sociétés non financières, que l'on peut évaluer pour l'année 2020 à environ 80 milliards d'euros. L'effet de cette baisse sur les fonds propres sera un peu atténué par le recul de l'impôt sur les sociétés et des dividendes versés. Il reste que les fonds propres des sociétés ont été fortement atteints.

L'évaluation des besoins en fonds propres antérieurement à l'effondrement de l'activité de 2020 était controversée. Selon certaines études sur les ratios de bilan, notamment de l'Observatoire du financement des entreprises, les entreprises françaises ne rencontraient pas de problème significatifs de financement. L'endettement des entreprises a certes nettement augmenté depuis la crise de 2008, ce qui tranche avec l'évolution observée dans d'autres grands pays. En contrepartie, la trésorerie à l'actif des bilans et les fonds propres auraient aussi augmenté dans des proportions voisines, ce qui au demeurant peut paraître surprenant au cours d'une décennie de croissance française faible.

L'évaluation des besoins actuels en fonds propres, en prenant en compte l'effet de la crise, font aussi l'objet d'évaluations diverses. Selon le rapport économique, social et financier 2021 : « les besoins additionnels en fonds propres des entreprises françaises sont complexes à estimer mais seraient probablement de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards d'euros. La Banque de France donne par ailleurs un ordre de grandeur de 50 milliards d'euros ».

Il convient aussi d'ajouter que **la montée de l'incertitude générale sur l'environnement économique et financier des prochaines années exigera des ratios et une marge de fonds propres plus élevés** pour résister aux aléas conjoncturels. Enfin, le choc de la crise sanitaire et **les nécessités du changement climatique et de la transition énergétique impliqueront des investissements nouveaux**, avant même que le capital ancien ait pu être entièrement amorti, et qu'il faudra donc absorber ce facteur de pertes.

Quelles que soient les incertitudes sur la mesure des « besoins en fonds propres », notion au demeurant assez floue, **un renforcement des fonds propres des entreprises constituerait un facteur de soutien favorable à la reprise durable de l'investissement.** Le plan de relance a ouvert des crédits cette fois, mais l'Etat ne peut pas s'interposer au niveau souhaitable dans le financement de l'économie. Pour assurer une reprise de la croissance à un niveau suffisant, il est important de **créer les conditions les plus favorables possibles à l'orientation de l'épargne privée vers les investissements en fonds propres des entreprises françaises.**

On note que le besoin de fonds propres supplémentaires concerne notamment les entreprises dont l'Etat est actionnaire comme le montre le récent

rapport d'activité de l'Agence des participations de l'Etat⁸. Non seulement certaines privatisations sont reportées *sine die*, comme celle d'ADP, mais plusieurs grandes entreprises, dont la SNCF ou Air France KLM, ont besoin d'une recapitalisation rapide. Un abondement de 20 milliards d'euros du compte d'affectation spéciale « Participation financières de l'Etat » a été inscrit dans la loi de finances rectificative de 2020 du 25 avril 2020, afin de renforcer les fonds propres d'entreprises stratégiques.

Le projet de loi de finances pour 2021 évalue par ailleurs à un montant de 15 à 20 milliards d'euros les besoins de fonds propres des entreprises qui nécessiteront un soutien public, parce que les entreprises concernées auraient du mal à lever des fonds propres sur les marchés. Il retient une mesure budgétaire destinée à répondre à ces besoins, en faisant implicitement le pari que les autres besoins en fonds propres pourront être couverts par le marché. Il prévoit ainsi une mesure d'encouragement à des « prêts participatifs » aux PME et aux entreprises intermédiaires par une garantie de l'Etat.

A cette fin, **l'article 52 du projet de loi de finances autorise l'Etat à accorder une garantie aux prêts participatifs à des PME et aux entreprises de taille intermédiaire**. La garantie de l'Etat serait accordée, à titre onéreux et dans le cadre de conventions conclues à cet effet, à des fonds d'investissement⁹. La garantie est destinée à couvrir le risque de perte lié aux investissements dans des prêts participatifs (au sens de l'article L. 313-13 du code monétaire et financier), consentis à compter du 1er janvier 2021 et jusqu'au 31 décembre 2021. La garantie est plafonnée dans le projet de loi de finances à deux milliards d'euros, le gouvernement estimant que par effet de levier les encours des fonds pourraient aller jusqu'à 20 milliards d'euros. Il s'agit ainsi d'encourager les banques à accorder des prêts participatifs à des entreprises, en facilitant le refinancement de ces prêts par des investisseurs institutionnels protégés par la garantie de l'Etat. L'objectif est de réduire le risque de crédit encouru par les investisseurs institutionnels dans les fonds auxquels une fraction des prêts participatifs seraient cédés par les banques.

La loi de finances mentionne par ailleurs, hors du périmètre budgétaire, la création d'un label « relance » qui serait accordé à certains fonds afin d'envisager les placements financiers vers le financement de long terme des PME et ETI. Ce label de Place serait destiné aux fonds (nationaux ou régionaux) dont la politique d'investissement favorise l'investissement durable par des entreprises implantées en France (fonds investis en obligations remboursables en actions (ORA) avec bons de souscription d'actions (BSA) attachés). La souscription de ces produits serait encouragée en élargissant aux fonds ainsi labellisés l'accès à une **garantie de fonds propres de Bpifrance** (à hauteur d'1 Md€ d'investissement garantis sur la période).

Par ailleurs, sans lien avec le projet de loi de finances, Bpifrance a lancé le 1er octobre 2020 un fonds « Bpifrance Entreprises 1 » qui permet aux parti-

⁸ *Rapport d'activité (2019-2020)* de l'Agence des participations de l'Etat.

⁹ Catégorie des FIA définie par une directive européenne, régie par la section 2 du chapitre IV du titre 1er du livre II du code monétaire et financier.

culiers d'investir dans le capital des entreprises. Le portefeuille de ce fonds agrège 1 500 participations dans des entreprises majoritairement françaises non cotées, participations reprises dans les fonds de capital-investissement déjà partenaires de Bpifrance. Le fonds Bpifrance 1 n'offre pas de garantie de capital aux souscripteurs et n'apporte pas a priori de nouveaux capitaux. Il présente en revanche l'avantage d'ouvrir la possibilité d'investissement non coté à des épargnants moyens.

Ces différentes mesures qui n'impliquent que partiellement l'Etat, sont favorables à l'investissement productif et constituent un premier pas vers un renforcement des fonds propres. Elles nous semblent toutefois limitées dans leurs modalités et dans leur volume et pourraient être largement amplifiées tant du côté de l'entreprise que du côté de l'épargnant. **C'est pourquoi nous suggérons deux dispositifs originaux et qui pourraient être d'une toute autre ampleur.**

1. Du côté de l'entreprise, si la dénomination « prêts participatifs » peut paraître attractive, il s'agit en fait de prêts subordonnés à long terme mais comportant les contraintes du crédit. L'allongement de la durée est un facteur favorable, mais tels qu'ils sont envisagés, ils ne constituent qu'une réponse partielle au principal défi actuel qui est l'incertitude. L'incertitude pèse sur les comportements et constitue un frein à l'investissement. Une façon pour la collectivité nationale de réduire l'incertitude pour l'investisseur serait d'accepter un partage du risque entre l'Etat et les entreprises. **C'est pourquoi nous préconisons¹⁰ d'étudier la possibilité de prêts pleinement participatifs.** Le risque du prêteur serait, comme pour les PGE, en partie pris en charge par une garantie de l'Etat. Mais à la différence des PGE, et plus généralement du crédit classique, **ces prêts n'auraient pas d'échéance fixe prédéfinie et ils seraient remboursables à partir des résultats futurs, leur rémunération étant elle-même liée aux résultats.**

2. Du côté de l'épargnant, notre proposition vise à ouvrir largement un accès aux investissements dans des entreprises non cotées à des épargnants moyens. Il s'agit d'une part de **permettre à un grand nombre d'épargnants moyen de bénéficier des rendements élevés dégagés sur la durée par les entreprises en développement**, d'autre part d'irriguer largement les entreprises en fonds propres pour soutenir un courant élevé d'investissement.

L'objectif est d'amener l'épargne privée détenue par les ménages vers l'investissement productif. Les ménages français détiennent une épargne financière de l'ordre de 4 000 milliards d'euros, en liquidités pour leur trésorerie courante et en placements divers pour couvrir leurs charges futures et assurer leur sécurité financière. Cette épargne vient encore d'augmenter d'une centaine de milliards d'euros avec la crise de la Covid. Cependant, **la priorité pour l'épargnant moyen est d'assurer la sécurité et la conservation de son capital.** L'essentiel de l'épargne financière reste donc logée dans des placements considérés comme peu risqués (emprunts publics, fonds d'assu-

¹⁰ Proposition formulée dans une tribune du Figaro, le 18 mai 2020. Michel Didier « Des prêts participatifs, une mesure concrète pour aider nos entreprises ».

rance-vie en euros, livrets d'épargne), placements qui procurent des rendements faibles, quasi-nuls voire négatifs actuellement.

De son côté, l'investissement en actions d'entreprises, qui permet de financer la croissance et l'emploi, dégage à moyen terme un rendement à deux chiffres, mais il est risqué par nature. Il est dans les faits réservé aux patrimoines élevés et n'attire pas l'épargne moyenne en raison du risque qu'il comporte. Il est pourtant possible de concilier la sécurité du capital pour l'épargnant et le rendement de l'entreprise. En effet, si le risque est élevé au niveau de chaque entreprise, la mutualisation dans des fonds collectifs permet de diminuer sensiblement ce risque, tout en bénéficiant d'un rendement pour des fonds en actions non cotées qui dépasse en moyenne période 10 % par an. L'initiative de Bpifrance va dans ce sens et elle doit être saluée, mais elle ne concerne que des participations existantes et elle laisse subsister un risque en capital que l'épargnant moyen peut difficilement prendre.

La proposition formulée ici est la création de fonds de rendement à capital garanti ouverts à l'épargne moyenne. Ces fonds seraient investis dans les fonds propres d'entreprises moyennes et ETI, et **la valeur de leurs parts serait garantie par l'Etat** afin que l'épargnant soit assuré de retrouver au moins son capital. La liquidité pour l'épargnant pourrait être réalisée par un dispositif d'avance similaire aux avances actuelles sur les contrats d'assurance-vie en euros. A titre d'illustration, un calcul simple montre qu'un retour sur investissement moyen de 10 % permet de rémunérer le gestionnaire (2 %), la garantie de l'Etat (2 %) et de rendre à l'épargnant 5 à 6 % du capital investi, ce qui constitue aujourd'hui un rendement très attractif. **La garantie par l'Etat, de la valeur de la part des fonds, garantie qui serait rémunérée, permettrait à l'épargnant d'assurer la valeur de son apport tout en bénéficiant d'un rendement de l'ordre de 5 à 6 %, voire plus.**

Une masse d'épargne importante, de plusieurs dizaines de milliards d'euros, pourrait être mobilisée, sous la condition que le capital souscrit par les épargnants soit totalement sécurisé. Les propositions précédentes sont certes d'une nature nouvelle et d'une tout autre ampleur que les dispositifs envisagés. Il faut être conscient de ce que la situation actuelle est aussi complètement nouvelle. Elle appelle un saut en avant dans le processus de création destructrice, ainsi que le soulignent, à juste titre Philippe Aghion, Céline Antonin et Simon Bunel, dans leur ouvrage récent¹¹. Sans doute faut-il aussi un saut en avant dans l'innovation financière, afin d'irriguer massivement l'investissement des entreprises par l'épargne des Français.

¹¹ Philippe Aghion, Céline Antonin, Simon Bunel, *Le Pouvoir de la destruction créatrice*, Ed. Odile Jacob, octobre 2020.

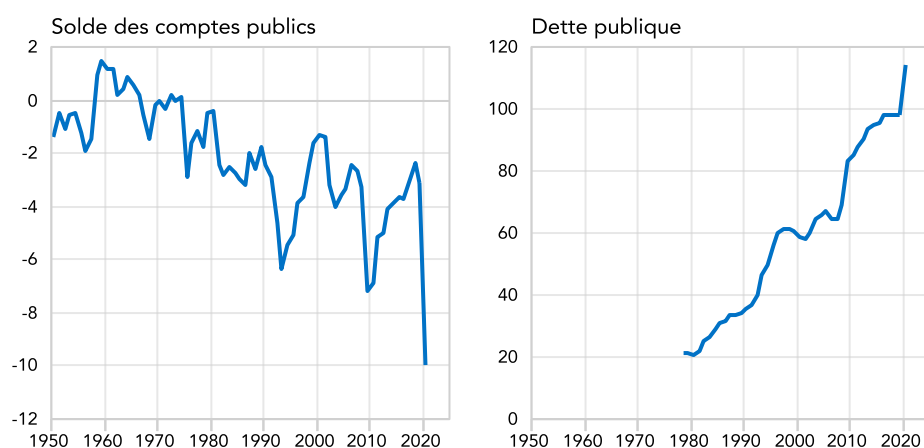
10

Faut-il avoir peur de la dette publique ?

Le projet de loi de finances pour 2021 retient deux années de déficits publics exceptionnellement élevés (10,2 % du PIB en 2020, 6,7 % en 2021). C'est sur les deux années le déficit public le plus élevé de l'après-guerre. Ces déficits vont s'ajouter à l'accumulation des dettes passées dont le total représentait 98,1 % du PIB fin 2019, il est donc légitime de s'interroger sur les issues possibles d'une telle évolution. Face à cette situation, dans son avis du 21 septembre 2020, le Haut Conseil des Finances Publiques « estime nécessaire l'adoption dès le printemps 2021 d'une nouvelle loi de programmation des finances publiques fixant une nouvelle trajectoire ». Il est clair que la loi de programmation de janvier 2018, qui n'était déjà plus appliquée avant même la crise sanitaire est une référence dépassée. Il est non moins clair qu'une nouvelle programmation se trouvera confrontée à un dilemme entre la menace d'un impact restrictif sur l'économie et le risque d'instabilité et de crise financière si les déficits devenaient incontrôlables.

Les tendances passées sont à cet égard préoccupantes. Les deux graphiques suivants montrent pour la France l'évolution du solde des comptes des administrations publiques et de la dette publique en pourcentage du PIB depuis 1950. On observe que le déficit public épouse approximativement les cycles de la conjoncture économique, mais aussi qu'il s'inscrit sur une tendance à la dégradation, les creux successifs étant de plus en plus accentués. La contrepartie est une dette publique en augmentation quasi-permanente, dont le poids est passé de 20 % du PIB en 1980 à près de 120 % actuellement.

France : les ratios de finances publiques (en % du PIB)



Source : INSEE, comptes nationaux, prévisions Rexecode pour 2020

© Rexecode

La Commission européenne s'était interrogée en janvier 2020, avant la Covid-19, sur les perspectives d'évolution des dettes publiques des pays européens. Elle a refait l'exercice en juillet 2020 en prenant en compte les conséquences

de la Covid12. Dans l'hypothèse de taux d'intérêt toujours très bas, et d'un retour rapide vers une croissance économique et une politique budgétaire « normales » (l'hypothèse de la Commission est pour la France un déficit de 4 % du PIB en 2021, revenant ensuite vers 1 %), elle concluait que les ratios de dette publique et de besoin d'appel au marché se stabiliseraient après 2021 dans la plupart des pays, dont la France.

Les hypothèses retenues par la Commission paraissent aujourd'hui dépassées tant en termes de croissance probable que de déficits envisagés. Dès 2021, le déficit probable sera en fait de 6,7 % du PIB en France et non, comme le supposait la Commission, de 4 %. Et on voit mal comment il pourrait baisser très rapidement ensuite sans risquer de casser l'amorce de la reprise économique espérée. Avec des hypothèses plus réalistes, les ratios de dettes publiques augmenteraient au cours de la décennie. La question se pose donc des risques liés à la persistance d'une dette publique élevée et des mesures envisageables pour y faire face.

Une première orientation possible peut consister à allonger la maturité de la dette. Selon les données de l'Agence France Trésor, la durée de vie moyenne de la dette publique française négociable est stable au voisinage de huit ans. L'allongement de la durée moyenne ne modifierait pas le poids de la dette, c'est-à-dire la ratio dette publique/PIB, mais le remboursement du capital étant plus étalé dans le temps, les annuités futures deviendraient plus faibles et les appels au marché seraient réduits. A l'extrême, l'émission d'une dette perpétuelle annulerait tout remboursement du capital. Une telle politique est limitée par la capacité d'absorption de dettes longues par le marché et par la prime supplémentaire qui serait incorporée dans les taux d'intérêt, et qui risquerait de compenser tout ou partie de la réduction des remboursements, rendant peu efficace la tentative d'étalement de la dette. Si une marge d'allongement de la dette existe, elle paraît donc relativement faible.

Une autre orientation est le rachat, voire la monétisation de dettes publiques par la Banque Centrale. Cette stratégie a déjà été largement engagée. La BCE a augmenté son bilan d'abord dans le cadre du SMP (Securities Markets Program) en mai 2010, sans création monétaire, les liquidités injectées étant stérilisées. Ce programme a été arrêté depuis et remplacé en 2012 par le programme Outright Monetary Transactions (OMT) qui n'a pas été mis en œuvre. En janvier 2015, la BCE a lancé un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (le Quantitative Easing par rachat de titres publics et d'obligations privées), l'injection de monnaie n'étant plus stérilisée. L'espoir était que cette injection stimule croissance et inflation. L'inflation est en fait restée indifférente et une partie des crédits bancaires est allée vers des actifs existants. Les limites à long terme d'une telle politique sont le risque sur l'inflation et sur le change, et à court terme la menace de fortes dissensions entre les pays de la zone euro et une certaine instabilité financière pour une efficacité incertaine en termes de croissance et d'inflation.

¹² *The 2020 Stability and Convergence Programmes: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance*, Commission européenne, Institutional Paper n.131, juillet 2020.

Une véritable monétisation de la dette publique irait bien au-delà. La Banque Centrale prêterait directement à l'Etat, sans échéance et sans intérêt. La dette publique ne serait pas réduite, mais elle serait gratuite et non exigible. Les arguments avancés contre une monétisation de la dette publique reposent sur un raisonnement économique simple. Si la banque centrale émettait « trop » de monnaie par rapport à la production nationale, la monnaie finirait par perdre de sa valeur. Sur le plan intérieur, le risque serait l'inflation. La monnaie perdrait donc sa valeur réelle. Sur le plan extérieur, l'obstacle serait la baisse du taux de change de la monnaie nationale par rapport aux autres monnaies.

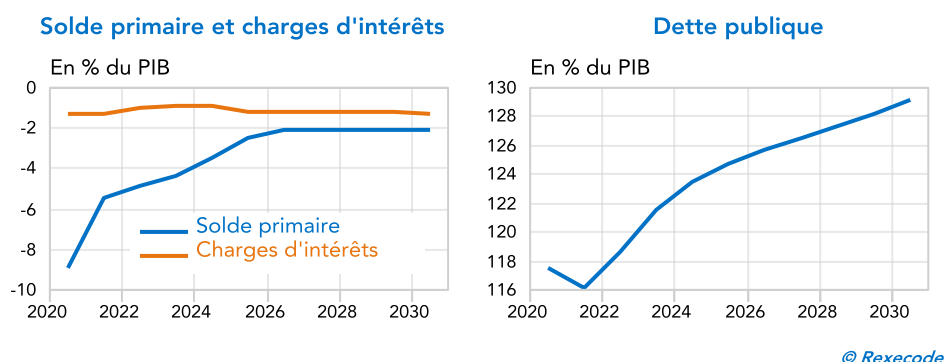
Ces risques ne peuvent pas être écartés, mais ils paraissent aujourd'hui lointains. Les banques centrales s'évertuent depuis plusieurs années à stimuler l'inflation jusqu'à 2 % par an, avec peu de succès. Pour enclencher un processus inflationniste, il faudrait que deux conditions se trouvent réunies. D'une part, que les entreprises puissent augmenter leurs prix, ce qui est loin d'être le cas dans la situation actuelle en raison notamment de la forte concurrence mondiale. D'autre part, que les salariés soient en capacité d'obtenir des hausses salariales, ce qui est peu probable dans une période d'augmentation du chômage. En définitive, si le risque inflationniste peut exister à terme, il ne paraît pas aujourd'hui de nature à imposer prochainement une limitation de la dette publique. Quant à la baisse du taux de change, elle ne paraît pas en passe de menacer l'euro.

D'autres arguments prennent en compte le **risque d'effets pervers**. Un effet non souhaité de la baisse des taux d'intérêt est de gonfler artificiellement la valeur des actifs immobiliers et financiers. C'est une réalité de la situation actuelle, qui risque de déboucher sur des excès de valorisation, puis une correction brutale. Une monétisation excessive de la dette publique peut donc devenir un facteur d'instabilité financière.

Enfin, au-delà de ces mécanismes généraux, les pays de la zone euro se trouvent dans une situation particulière et relativement inédite, qui est l'existence d'une monnaie et d'une banque centrale commune pour dix-neuf Etats différents. Nous estimons pour notre part que **les risques liés à la monétisation de la dette publique tiennent moins au niveau de la dette qu'à une perte éventuelle de contrôle de son évolution et à la menace de déstabilisation de la zone euro** qui en résulterait. Historiquement, chaque récession ou fort ralentissement se traduit par une « marche d'escalier » du ratio de dette publique puis par un nouveau régime caractérisé par une croissance tendancielle plus faible et un ratio de dette publique plus élevé, ratio qui se maintient à peu près au cours du cycle suivant. La question cruciale pour les prochaines années est dès lors l'évolution de la dette. S'agit-il d'une nouvelle marche d'escalier avant un nouveau régime stabilisé ? Ou bien d'une hausse risquant de devenir incontrôlable ? Pour ce qui concerne la France, nous avons à titre exploratoire établi des projections de la dette publique française pour la décennie 2020-2030, dans l'hypothèse de taux stabilisé à un niveau bas (nous avons retenu 1 % pour la France d'ici 2030). Le début de la

période bénéfique encore de la baisse passée des taux d'intérêt. En effet, la maturité moyenne de la dette étant de l'ordre de huit ans, cela signifie qu'un changement de tendance de l'évolution du taux d'intérêt met quatre ans à se traduire sur le taux apparent moyen de la dette publique. Malgré le fort accroissement du poids de la dette, la charge d'intérêt de la dette publique diminuerait encore jusqu'en 2023. **La principale incertitude porte sur l'évolution du déficit primaire, solde des dépenses et des recettes publiques hors charges d'intérêt.** Ce solde est estimé dans le projet de loi de finances à -8,9 % du PIB en 2020 et en 2021 à -5,4 %, en supposant que les dépenses budgétaires temporaires de 2020, notamment celles liées au chômage partiel, seraient rapidement interrompues. Il nous semble peu probable que les autres dépenses seront très sensiblement réduites, par exemple les dépenses liées au climat après 2021-2023.

Dans l'hypothèse d'un scénario dans lequel le solde primaire serait rapidement ramené à 1 % du PIB en 2025, le ratio de dette publique pourrait être stabilisé au niveau de 2021. Si en revanche le solde primaire n'était réduit qu'au rythme de un demi-point par an, puis se maintenait à -2 % du PIB après 2025, le ratio de dette publique ne cesserait d'augmenter au cours de la décennie pour approcher 130 % du PIB en 2030. Des résultats similaires sont présentés dans une étude publiée le 14 octobre 2020 par FIPECO. Du point de vue de la dette publique, la France est donc « sur le fil du rasoir ».



Au sein de la zone euro, l'Italie est dans une situation bien plus préoccupante avec un ratio de dette publique qui approche de 160 % du PIB et la menace d'une augmentation de ce ratio malgré des budgets publics en excédent primaire. Ce risque est à court terme endigué à la fois par la BCE et par le « plan de relance » européen qui est surtout un plan de prévention des risques de divergence, tout particulièrement du risque Italie.

En conclusion, **le choc de 2020 et 2021 conduira pour la France à une marche d'escalier de la dette publique de près de 20 points de PIB.** La stabilisation du ratio à ce niveau est possible et peut déboucher sur un régime relativement stable si le taux d'intérêt reste très bas durablement et si le déficit primaire est ramené rapidement vers l'équilibre. **Si le déficit budgétaire primaire persistait et n'était réduit que très lentement, la dette publique française pourrait amorcer une dérive difficilement soutenable. C'est un risque qui doit être anticipé et qu'il ne faut pas prendre.**

Documents de travail récemment parus

| | |
|---|-------------------------------|
| <i>Moins de croissance trop de carbone</i> | N° 74 - juillet 2020 |
| <i>Perspectives économiques et budgétaires pour 2020</i> | N° 73 - octobre 2019 |
| <i>Le poids des prélèvements obligatoires en France et dans trois grands pays européens</i> | N° 72 - octobre 2019 |
| <i>La compétitivité française en 2018</i> | N° 71 - juin 2019 |
| <i>Perspectives 2018 - Consolider les réformes dans un environnement économique incertain</i> | N° 70 - octobre 2018 |
| <i>L'écart de dépenses publiques entre la France et l'Allemagne - 12,6 points de PIB - 280 milliards d'euros Analyses - Explications - Propositions</i> | N° 69 - juin 2018 |
| <i>Le poids et la structure des prélèvements obligatoires sur les entreprises industrielles</i> | N° 68 - Juin 2018 |
| <i>Perspectives de l'économie mondiale 2018-2022 - Le retour du cycle économique</i> | N° 67 - mars 2018 |
| <i>La compétitivité en 2017</i> | N° 66 - janvier 2018 |
| <i>Perspectives 2018 - Premières réformes structurelles dans un contexte macroéconomique favorable</i> | N° 65 - octobre 2017 |
| <i>Les écarts de prélèvements obligatoires entre la France et la zone euro</i> | N° 64 - septembre 2017 |